

PRONÓSTICO INMOBILIARIO 2020: BAJAN TODOS LOS 'PRIME YIELD' SALVO EN CENTROS COMERCIALES



- 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.

4 de febrero de 2020

[Inversor inmobiliario](#)

ACLARACIONES inmoley.com

Yield / Rendimiento: El yield o rendimiento se calcula anualmente, como un porcentaje de los ingresos esperados dividido por el valor del activo.
Ej.: rentas de oficinas dividido por el coste del inmueble.

Llevamos subidas de rentas en las zonas prime, esto atrae a los inversores inmobiliarios y aumenta las valoraciones inmobiliarias.

¿Qué inversores necesitan yields reducidos? Los inversores privados como family offices que necesitan proteger su capital o las compañías de seguros que compren sin apalancamiento son los que necesitan comprar a yields reducidos.

Ejemplo de inversión: El gran interés por las oficinas. Desde máximos de rentabilidad en 2013, en plena crisis y sin inversores que quisieran entrar en España, la rentabilidad de los edificios de oficinas prime han caído casi tres puntos.

'Retail'. Los centros comerciales suponen el mayor interrogante. No se sabe hacia dónde va por la irrupción del comercio por internet.



Según CBRE, La escasez de producto y la presión compradora redujo las prime yields en 2019, que alcanzaron nuevos mínimos históricos en prácticamente todos los segmentos (por ejemplo, en oficinas pasaron del 3.75% en el 4T 2018 al 3.25% a 4T 2019).

La excepción corrió a cargo de los centros comerciales que, a pesar de los buenos datos del sector, tanto en afluencias como en ventas, no pudo esquivar los efectos de las dudas que suscita entre los inversores el impacto del avance del e-commerce, subiendo 35 pbs. en 2019 para situarse en el 4.85% a fin de 4T.

El retail en high-street se ha visto menos afectado que los centros comerciales, manteniéndose la yield prime en torno al 3.25% en los últimos 12 meses.

Según el informe Real Estate Market Outlook España 2020, este año será otro año positivo para el sector inmobiliario español por las perspectivas de prolongación de la fase expansiva de su economía, tasas de crecimiento superiores a la eurozona, así como por la normalización del escenario de bajos tipos de interés, que potencia el atractivo de los rendimientos de la inversión en activos inmobiliarios. Así se desprende del Market Outlook 2020, estudio que elabora anualmente CBRE, primera firma internacional de consultoría y servicios inmobiliarios. Según las proyecciones de CBRE, 2020 será otro año de alta actividad para la inversión en el sector inmobiliario español y los volúmenes de inversión directa en activos (excluyendo operaciones corporativas) estarán en línea con la media de los últimos cinco años. "El sentimiento positivo del mercado hacia el inmobiliario español se mantendrá en 2020, reafirmando la fortaleza del sector que hemos visto en los últimos ejercicios. Las proyecciones de que el crecimiento económico español mantendrá una evolución razonablemente positiva, aunque en una senda de gradual desaceleración, y seguirá situándose por encima de la tendencia de la eurozona, sustentan este atractivo", explica Adolfo Ramírez-Escudero, presidente de CBRE España.

EVOLUCIÓN VOLÚMENES DE INVERSIÓN Y PREVISIÓN 2020

Para CBRE, la actual fase de expansión económica en España se extenderá durante los próximos cinco años. En concreto, para 2020 se prevé una tasa de crecimiento del 1,7% y, para el período 2020-2024, del 1,4%. Mientras, los países de la eurozona experimentarán un crecimiento más moderado, en concreto, del 1,2% en 2020-2021 y del 1,4% para el periodo 2020-2024. Estas estimaciones de crecimiento se contextualizan en un entorno de tipos de interés a largo plazo que se mantendrán en mínimos históricos durante al menos otros tres años.

"Esta normalización del escenario de bajos tipos de interés, en un momento de elevada liquidez en el mercado, favorece la inversión en inmobiliario ya que el capital busca compensar la baja rentabilidad de las inversiones financieras de bajo riesgo, es decir, los bonos soberanos. A pesar de que los prime yields están



en mínimos históricos desde el año pasado, se ha renovado el interés por los activos core”, añade Ramírez-Escudero. De cara a 2020, CBRE estima que las yields de los activos prime se mantendrán en general estables, pero podrían comprimirse algo más en los mejores activos por la presión compradora y la falta de oferta. Respecto a los activos no prime, y en el actual momento más adelantado del ciclo, se observa cierta cautela en los análisis, lo que está alargando los procesos de venta.

OFICINAS, DE NUEVO PROTAGONISTA EN 2020

Ante este escenario, el mercado de oficinas, gran protagonista en 2019 al acaparar un tercio de la inversión total en inmobiliario (3.719 millones de euros), se mantendrá muy dinámico y seguirá entre los favoritos, dado el recorrido de rentas que aún presenta. “Ante la limitada oferta y la buena salud de la demanda, las previsiones apuntan a crecimiento de rentas en todos los submercados, especialmente en los mejores edificios del CBD, aunque a un menor ritmo que en años anteriores. Si bien en los últimos 4 años la renta prime ha crecido en torno a una media anual del 8%, las previsiones apuntan a un crecimiento del 3,2% anualizado en la renta prime de Madrid en los próximos 5 años. En Barcelona, más adelantada en el ciclo, el crecimiento se situará en torno al 1,6%” indica Lola Martínez Brioso, directora de Research de CBRE.

Los niveles de disponibilidad de superficie de oficina se encuentran en su punto más bajo de los últimos diez años y se espera que sigan descendiendo en 2020 aunque a un ritmo menor gracias a la salida de producto nuevo. En concreto, en el mercado de Madrid se completarán 303.000 m² este año y en Barcelona se añadirán otros 92.000 m², de los cuales la mitad ya están prealquilados.

EVOLUCIÓN DE LAS RENTAS DE ALQUILER VS TASA DE DISPONIBILIDAD

En el lado de la contratación, se espera una reducción de alrededor del 10-15%, tanto en Madrid como en Barcelona, tras haberse alcanzado en 2019 máximos de los últimos doce años. Las empresas tecnológicas ganarán peso en la contratación de oficinas, seguidas de los servicios profesionales, en detrimento del sector servicios a empresas y del sector financiero, y se espera una fuerte presencia de los operadores de espacios flexibles.

EL AUGES DEL MULTIFAMILY

Otro de los sectores que previsiblemente destacará en 2020 por la tendencia de crecimiento sostenido en la inversión es el de los activos multifamily (que incluye el residencial en alquiler, pero también residencias de estudiantes o de la tercera edad) que en 2019 se posicionaron como uno de los de mayor atractivo por la evolución demográfica, las nuevas necesidades de la sociedad y las rentabilidades atractivas que ofrecen respecto a productos tradicionales. “En



concreto, los activos alternativos living, como residencias de estudiantes y de la tercera edad seguirán en el foco de los grandes inversores institucionales y fondos, al tratarse de segmentos defensivos, con sólidos fundamentales, y con un amplio recorrido en España”, indica Martínez Brioso, que adelanta también “más fusiones y adquisiciones de operadores que buscan incrementar su cuota de mercado en estos sectores, todavía atomizados y poco maduros”.

El año pasado, el volumen de inversión en residencias de estudiantes en España se situó en 500 millones de euros (alrededor de 300 millones de euros en 2018) y este ejercicio serán más frecuentes las transacciones de portfolios, provocando la entrada de inversores con perfil core y core plus, atraídos por el flujo de ingresos estables de este tipo de activos. En el ámbito de las residencias de la tercera edad, durante los próximos tres años se estima que se desarrollarán alrededor de 30.000 - 40.000 nuevas camas.

Respecto al residencial en alquiler, que en 2019 registró una inversión directa de 1.600 millones de euros (entre operaciones PRS -Private Rented Sector- y BTR -Build to Rent-), se prevé que la inversión en este segmento continuará en los próximos años en niveles altos. Ante la creciente demanda de hogares que viven en régimen de alquiler (el 23,9% en 2019 desde el 19,4% en 2007) y falta de producto, aumentará la producción de edificios de nueva construcción destinada al 100% al alquiler, lo que, según las previsiones de CBRE, llevará al desarrollo de cerca de 4.000 viviendas nuevas.

“Los inversores se sienten atraídos a este segmento por los mayores retornos y por presentar un menor riesgo al ser un bien de primera necesidad, algo especialmente atractivo en la fase madura del ciclo inmobiliario actual”, explica Ramírez-Escudero, que señala la necesidad impulsar la colaboración público/privada para fomentar el acceso a la vivienda, tanto en compra, como en alquiler. “La profesionalización del sector residencial en alquiler crecerá con el aumento de inversores institucionales y previsiblemente permitirá unas rentas más asequibles gracias al incremento de la oferta”, adelanta.

DIFERENTES REALIDADES PARA EL RESTO DE SECTORES

Para el resto de los sectores, las previsiones de CBRE apuntan a una moderación del mercado residencial, que se encuentra en una fase más madura del ciclo: se estima que para 2020 la cifra de viviendas terminadas superará las 90.000 unidades (cerca de un 20% más que las 75.000 viviendas estimadas para 2019) y que las ventas de vivienda se mantendrán en torno a los niveles de 2019 (585.000), en alrededor de 600.000 unidades. Por otra parte, el precio de la vivienda ralentizará su crecimiento al 2 - 3% en 2020 desde el 4-5% en 2019.

Respecto a la inversión en retail, todo apunta a que aumentará en 2020 a alrededor de 2.500 millones de euros, tras haber registrado el año pasado su nivel más bajo desde el inicio de la recuperación (1.500 millones de euros). “El sector de centros comerciales está más afectado que el de High Street, si bien



este ejercicio se vislumbra bastante mejor para el primero en cuanto a volúmenes. No obstante, esta mejora viene del cierre de unas pocas transacciones de gran envergadura de activos prime que llevarán el volumen de inversión posiblemente a más del doble del año pasado, entre 1.500 y 2.000 millones de euros (desde 700 millones de euros en 2019)", afirma Martínez Brioso.

Para el sector logístico se prevé que la demanda permanecerá activa este ejercicio por el constante crecimiento económico y por la penetración del comercio electrónico, que seguirá aumentando en toda España no sólo en el ámbito urbano, sino también se extenderá hacia áreas rurales. Los niveles de contratación de superficie logística en 2020 serán similares a los del año anterior. Por el lado de la oferta, seguirá la construcción de nuevos proyectos debido a la escasez de producto de calidad. En la Zona Centro hay alrededor de 570.000 m² de superficie en construcción que se incorporarán al parque logístico a lo largo de 2020, mientras que en Cataluña se sumarán otros 90.000 m².

En cuanto al sector hotelero, tras varios ejercicios de intenso crecimiento, en los que se han ido superando récords en todos los indicadores, 2020 vendrá marcado por una vuelta a la normalidad turística y hotelera y marcará el inicio de una nueva etapa. "Desde el punto de vista de la inversión, si bien asistiremos al final de un ciclo y el comienzo de otro, el sector hotelero español continuará siendo uno de los principales destinos del capital inversor", explica Ramírez-Escudero, que matiza que las oportunidades serán más escasas que en años anteriores. Entre los factores específicos que favorecerán la actividad transaccional en España se encuentran el elevado interés de los mercados urbanos (a diferencia de años anteriores) y la posibilidad de adquirir portfolios core.

CBRE RESEARCH | ESPAÑA

REAL ESTATE MARKET OUTLOOK 2020 ESPAÑA







4 ECONOMÍA & POLÍTICA

- La economía española mantendrá la inercia expansiva durante los próximos años, registrando ritmos de avance superiores al conjunto de la eurozona pero mostrando una senda de desaceleración gradual.
- En el terreno político, el Gobierno de coalición formado por el socialista Pedro Sánchez se enfrenta al difícil reto de contentar a los partidos que han hecho posible su investidura por un lado, y a Bruselas y a los mercados por otro.

8 INVERSIÓN

- El año 2020 será otro año de alta actividad en el mercado de inversión. El interés de los inversores seguirá siendo elevado en un sector inmobiliario donde los fundamentales son sólidos y ofrece interesantes retornos en comparación a otras opciones de inversión. Las *yields prime*, ya en mínimos históricos en la mayor parte de los segmentos, podrían descender aún algo más en los mejores activos.

14 FINANCIACIÓN

- Los términos de financiación siguen siendo conservadores. Si bien la competencia ha llevado los márgenes a niveles cada día más bajos, los prestamistas mantienen la disciplina con respecto al apalancamiento. Atrapados entre la cautela que impone el fin de ciclo y un sector inmobiliario en pleno apogeo, el mercado muestra una interesante y contradictoria mezcla de dinamismo y prudencia.

19 SECTORES INMOBILIARIOS

- En esta sección repasamos los aspectos clave que determinarán la actividad en cada uno de los sectores inmobiliarios, desde el de oficinas al de centros de datos. El pronóstico es positivo, con una demanda en general más moderada que en años anteriores, al tiempo que el ciclo entra en una fase más estable y madura.



ECONOMÍA & POLÍTICA



La economía española seguirá mostrando un comportamiento expansivo a lo largo de los próximos años, manteniendo ritmos de avance superiores a los registrados en el conjunto de la eurozona.

LA ECONOMÍA MODERARÁ SU RITMO DE CRECIMIENTO

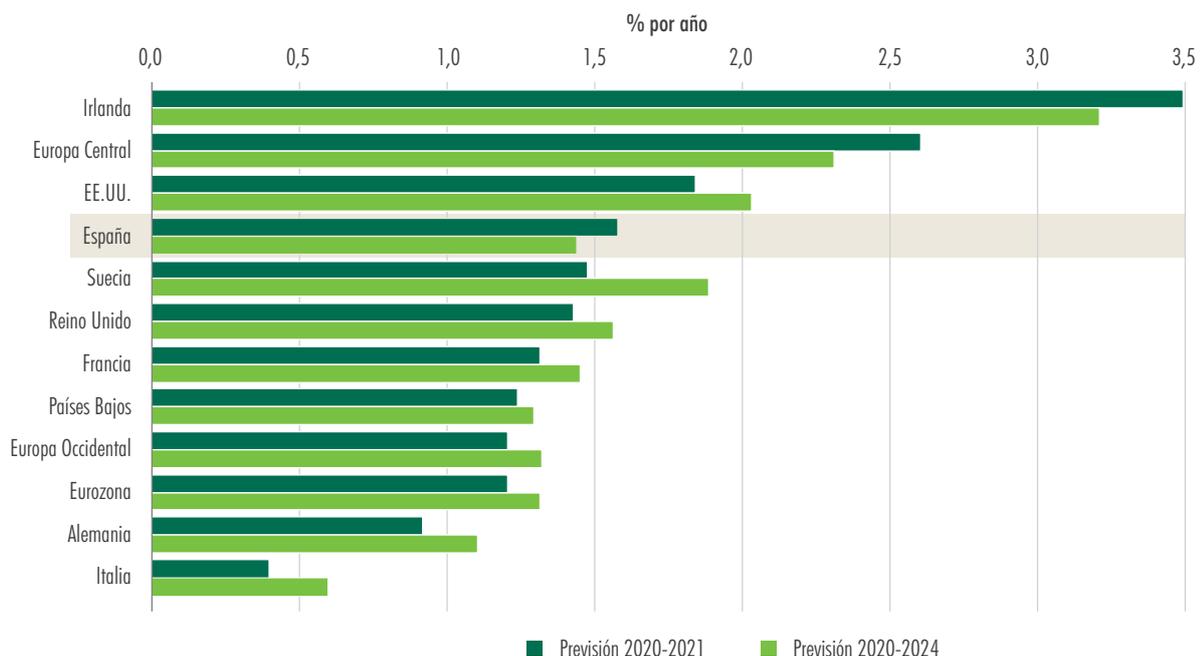
La economía española siguió mostrando una importante inercia expansiva a lo largo de 2019. En el 3T del año el PIB creció un 0,42% frente al 0,20% de la zona euro. Considerando la información disponible hasta la fecha de cierre de este informe y según nuestras estimaciones (*CBRE House View*) apuntamos a que en el 4T se estaría manteniendo una tasa de crecimiento similar, en concreto del 0,39%.

Nuestras proyecciones (*CBRE House View*) prevén que la presente fase expansiva se prolongue durante los próximos 5 años, aunque con diferentes intensidades. El crecimiento del PIB seguirá sustentándose en la demanda nacional –que continuará viéndose favorecida por la persistencia de condiciones financieras propicias y por las mejoras en la situación patrimonial de los hogares y empresas– y en el tono acomodaticio de la política monetaria del BCE, reforzado tras las medidas adoptadas en septiembre (compra de deuda por valor de 20.000 millones de euros al mes), que a su vez favorecerá el mantenimiento del crecimiento en la zona euro.

En conjunto, estos factores habrían de permitir que la economía española siga expandiéndose en 2020 a ritmos superiores a la tendencia de la última década y por encima de la zona euro. En concreto, se espera que el avance del PIB se sitúe en el 2% en 2019 y 1,7% en 2020, lo cual es entre 0,5 y 0,7 pp más que el promedio de los últimos 10-15 años y 0,6 pp más que el crecimiento de la zona euro en 2020.

Si consideramos el crecimiento de la economía española para los próximos 2 y 5 años, la evolución es razonablemente positiva, situándose aún por encima de la tendencia de la mayoría de los países de su entorno. Mientras que el PIB de la economía española registrará una tasa de crecimiento de un 1,6% de media para el periodo 2020-2021 y 1,4% de media para el periodo 2020-2024, los países de la zona euro experimentarán un ritmo más moderado, en concreto, un 1,2% y 1,3% respectivamente.

GRÁFICO 1. CRECIMIENTO DEL PIB PARA LOS PRÓXIMOS 2 Y 5 AÑOS, 2020-2021 Y 2020-2024



Fuente: CBRE Research



TIPOS DE INTERÉS E INFLACIÓN

En todo caso se espera también que a lo largo de los dos próximos años el crecimiento de la economía española continúe mostrando, como viene ocurriendo desde 2017, una senda de gradual desaceleración. En términos de incrementos interanuales se prevé que el avance del PIB se modere hasta el 1,4% en 2021. Esta desaceleración es resultado de una menor aportación al crecimiento del PIB tanto de la demanda externa como de la demanda interna que, a pesar de su fortaleza relativa, se espera muestre un menor vigor debido a un cierto debilitamiento del consumo privado y un repunte de la tasa de ahorro de los hogares, que podría estar reflejando una actitud más cautelosa de éstos en relación al gasto.

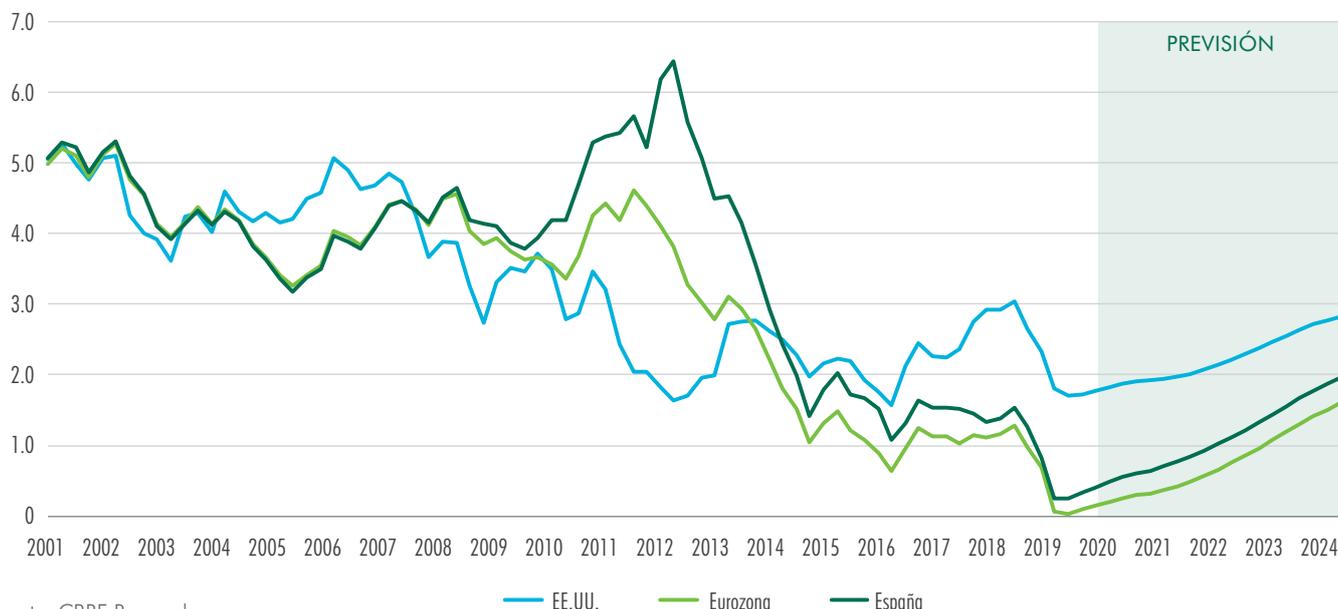
En consonancia con la moderación de la economía se prevé también una ralentización en el ritmo de creación de empleo. Los indicadores del mercado laboral son consistentes con esta progresiva moderación. Así en términos de variación anual, se espera según nuestras previsiones (*CBRE House View*), que la creación de empleo se sitúe en un 2,4% en 2019, por debajo del 2,7% registrado en 2018, y que se modere hasta el 1,7% y 1,1% en cada uno de los dos años siguientes. Con todo, la creación neta de puestos de trabajo propiciaría descensos adicionales en la tasa de paro, que podría situarse según el Banco de España en torno a un 13,6% a finales de 2020.

Las perspectivas de inflación al alza en el corto plazo están siendo influenciadas principalmente por dos fuerzas. Por un lado, la subida de los costes laborales unitarios, más acusada que la de los últimos años, que se suma a la progresiva ampliación de la brecha de producción positiva a la que está dando lugar la actual fase expansiva de la economía española. Por otro lado, por la orientación acomodaticia de la política monetaria en la eurozona.

Como resultado de estos factores el crecimiento de la inflación, en términos de media anual, aumentará gradualmente a lo largo del periodo 2020-2024, pero no lo suficiente como para impulsar la inflación por encima del objetivo en la zona euro en los próximos años. En concreto, se prevé que la variación interanual de la inflación repunte gradualmente desde el 1% en 2020 hasta el 1,7% en 2024.

Dada la orientación expansiva de la política monetaria en la eurozona (que además se ha visto reforzada por las medidas adoptadas recientemente en este ámbito) y el contexto global de bajos tipos de interés, es probable que la normalización de las políticas monetarias esté lejos de producirse. Como tal, no esperamos ningún aumento en los tipos de interés a corto plazo en 2020 y 2021.

GRÁFICO 2. EVOLUCIÓN Y PREVISIÓN DE LA RENTABILIDAD DEL BONO A 10 AÑOS EN EE.UU, ESPAÑA Y EUROZONA



Fuente: CBRE Research



Es probable que los tipos de interés a largo plazo en España y en el resto de países de la eurozona aumenten, pero esto se debe principalmente a la evolución de los tipos de interés de EE.UU., más que a la expectativa de tipos de interés a corto plazo más altos en Europa. Nuestra opinión (*CBRE House View*) es que la subida de los tipos de interés a largo plazo se debe a un fenómeno cíclico, y no a un ajuste estructural de regreso a los niveles previos a la crisis financiera global. Todavía se espera que los tipos de interés a largo plazo se mantengan en niveles históricamente bajos durante al menos otros tres años, y particularmente durante 2020.

RIESGOS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Los riesgos de la economía española se encuentran orientados de manera predominante a la baja. Estos riesgos proceden principalmente del contexto internacional. En particular, no se puede descartar que se produzcan sorpresas negativas sobre los supuestos de que las tensiones comerciales globales tenderán a disiparse en el corto plazo y de que el proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea tendrá lugar de una forma ordenada.

El no cumplimiento de estos supuestos o un hipotético resurgimiento de las tensiones geopolíticas en otros mercados globales (p.ej., América Latina) podrían acabar impactando negativamente sobre la actividad exportadora de la economía española.

A nivel nacional, el actual gobierno se encuentra con el principal reto de adoptar las políticas económicas necesarias para impulsar el crecimiento económico y retomar el proceso de consolidación fiscal en un contexto donde tendrá que contentar a los mercados y a Bruselas por un lado, y a los partidos que han dado su apoyo en la investidura por otro. Además, el continuado ruido político en Cataluña podría suponer un posible repunte de la tensión que, a su vez, podría dificultar tanto el crecimiento económico como la materialización de un programa de reformas estructurales orientadas a reforzar la senda positiva de la economía española para los próximos años.

CLAVES PRINCIPALES PARA EL 2020

- La economía española mantendrá la inercia expansiva durante los próximos años, manteniendo ritmos de avance superiores a los registrados en el conjunto de la eurozona pero mostrando una senda de desaceleración gradual.
- La inflación mostrará un perfil ascendente a lo largo del periodo de previsión 2020-2024 pero no lo suficiente como para impulsar que se sitúe por encima del objetivo en la zona euro.
- Los tipos de interés a corto plazo se mantendrán a la baja mientras que los tipos de interés a largo plazo aumentarán progresivamente en los próximos años.
- Los riesgos de la economía española se encuentran orientados de manera predominante a la baja, si bien en el terreno político el Gobierno de coalición formado por el socialista Pedro Sánchez se enfrenta al difícil reto de contentar a los partidos que han hecho posible su investidura por un lado, y a Bruselas y a los mercados por otro.

INVERSIÓN





Se mantiene el sentimiento de mercado positivo en un entorno de incertidumbre que hasta la fecha no ha afectado la actividad. La falta de oferta y la competencia entre los inversores con costes de capital cada vez más bajos, junto a la alta liquidez, favorecerá la entrada en proyectos en desarrollo.

LOS BAJOS TIPOS SEGUIRÁN FAVORECIENDO LA INVERSIÓN EN EL SECTOR

El volumen de inversión directa en 2019 en España se situó en los €12.142 millones, por encima de los €11.500 millones de media registrados en los 6 años anteriores, excluyendo operaciones corporativas. La ausencia de este tipo de transacciones en 2019, a diferencia de ejercicios anteriores, fue una característica destacada. No obstante, la cifra reafirma la fortaleza del sector en un año agitado a nivel económico y político, tanto en el plano nacional como internacional, corriendo el 60% de la inversión a cargo de inversores extranjeros, un 9% a Socimis y el resto a inversores nacionales.

El escenario de bajos tipos de interés deja cada vez más atrás su carácter provisional para convertirse en la norma, lo que no deja de ser desconcertante para el sector. Este escenario, así como la inestabilidad en los mercados financieros, seguirá favoreciendo la inversión en el sector inmobiliario en 2020 dada la baja rentabilidad obtenida en inversiones financieras de bajo riesgo, como los bonos a 10 años, que en el caso del bund alemán se encuentra en terreno negativo.

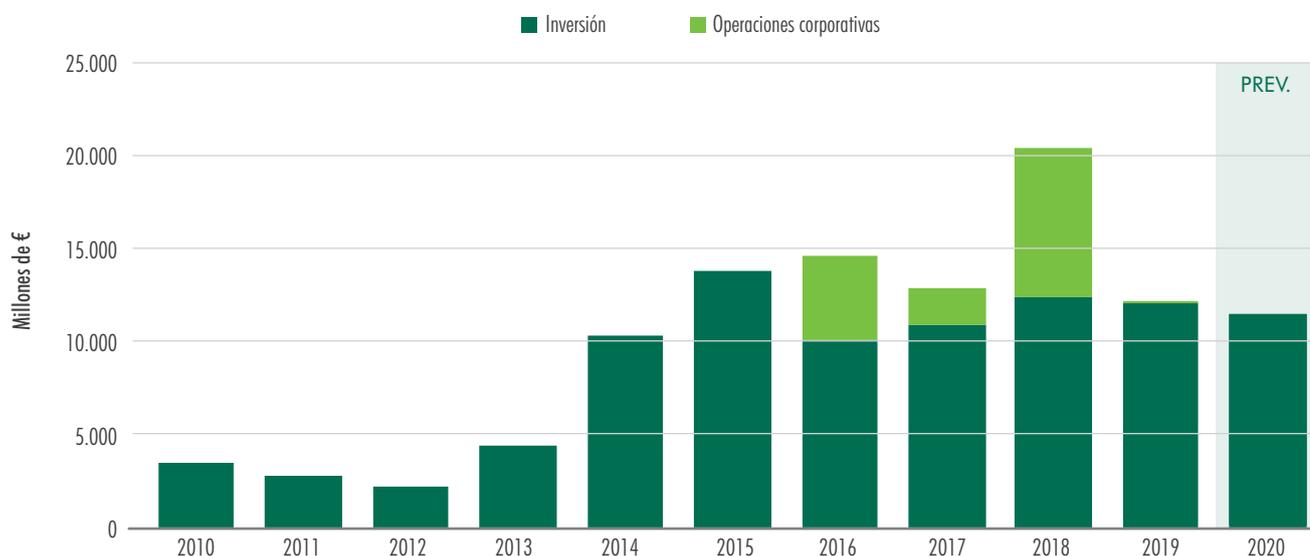
BUENAS PERSPECTIVAS DE CARA A 2020

Al escenario anterior se suman unas perspectivas económicas de crecimiento que a fin de 2019 todavía situaban a España por delante de los principales países europeos.

En base a las últimas previsiones de crecimiento del PIB y las operaciones que se vislumbran en el pipeline para la primera mitad del año, 2020 será otro año positivo para el sector, en el que podrían repetirse volúmenes en línea con la media de los últimos 5 años, excluyendo operaciones corporativas.

No obstante, sí se observa, en un momento del ciclo tardío y en un entorno de incertidumbre que no acaba de despejarse, cierta cautela en los análisis de activos no prime, lo que está alargando los procesos de venta.

GRÁFICO 3. EVOLUCION VOLÚMENES DE INVERSIÓN Y PREVISIÓN 2020



Fuente: CBRE Research

PRIME YIELDS EN GENERAL ESTABLES

La escasez de producto y la presión compradora redujo las *prime yields* en 2019, que alcanzaron nuevos mínimos históricos en prácticamente todos los segmentos (por ejemplo, en oficinas pasaron del 3.75% en el 4T 2018 al 3.25% a 4T 2019).

La excepción corrió a cargo de los centros comerciales que, a pesar de los buenos datos del sector, tanto en afluencias como en ventas, no pudo esquivar los efectos de las dudas que suscita entre los inversores el impacto del avance del *e-commerce*, subiendo 35 pbs. en 2019 para situarse en el 4.85% a fin de 4T. El retail en *high-street* se ha visto menos afectado que los centros comerciales, manteniéndose la *yield prime* en torno al 3.25% en los últimos 12 meses.

De cara a 2020, y dado el apetito inversor, es posible que para activos prime exista algún margen de compresión en las *yields*. No obstante, la previsión es que en líneas generales se mantengan estables. La excepción más destacada vendría precisamente del sector logístico, que apunta a niveles incluso por debajo del 5% en activos prime (vs 5.25% a principios de 2019). Con *yields* en niveles mínimos la gestión activa, para reducir gastos o incrementar los ingresos, al igual que la optimización de las estructuras de financiación, serán claves a la hora de elevar los retornos.

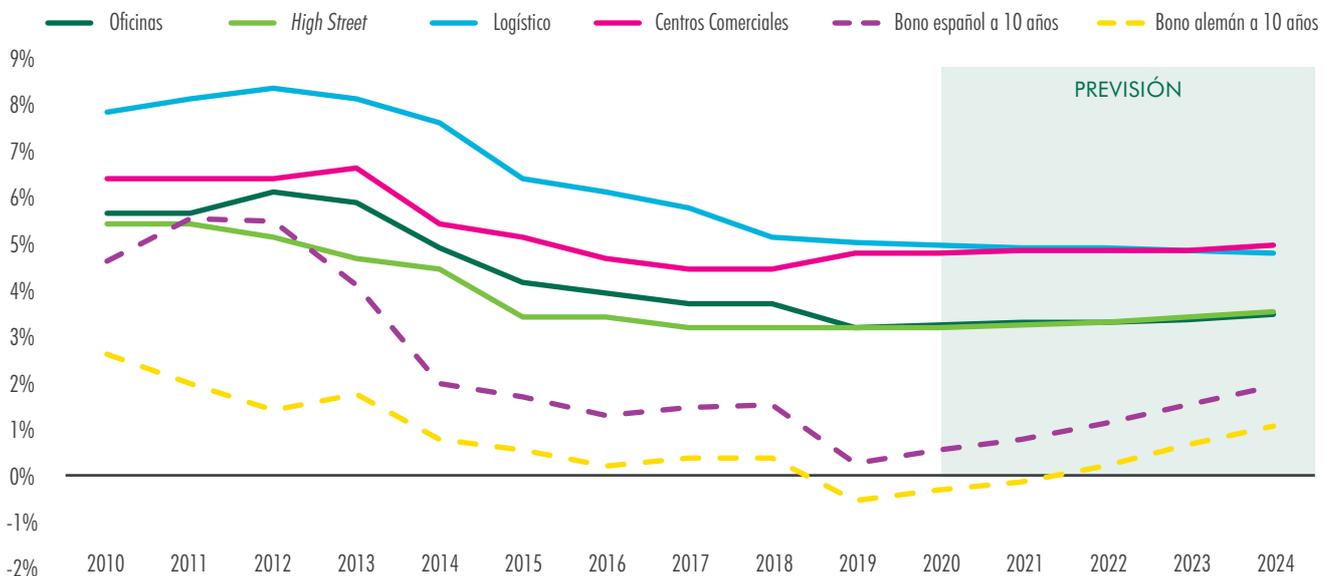
MÁS INVERSIÓN EN PROYECTOS EN DESARROLLO

La falta de producto junto a la alta competencia y liquidez, han hecho aumentar las compras de proyectos (llave en mano, en construcción...), si bien en zonas de demanda probada. Esta tendencia continuará en 2020, junto a la compra de suelo para desarrollo especulativo de oficinas, naves logísticas, vivienda en alquiler en las grandes áreas metropolitanas, residencias de estudiantes, hoteles, residencias de la 3ª Edad, etc., segmentos en los que se seguirá registrando una alta actividad.

FONDOS ASIÁTICOS Y LATINOAMERICANOS TENDRÁN MAYOR PROTAGONISMO

En 2019 vimos tanto a nuevos inversores internacionales estrenándose en España como a otros que habían entrado recientemente buscando expandir su huella. Los fondos alemanes, por ejemplo, algo resabiados por malas experiencias pasadas, no fueron de los primeros en hacer su entrada. Sin embargo, han protagonizado algunas de las operaciones más sobresalientes del año 2019. Destacaríamos asimismo al capital asiático (Corea del Sur, Singapur, Japón...) que llevan un tiempo monitorizando el mercado y que pensamos tendrán más relevancia en 2020, al igual que el latinoamericano. Los fondos norteamericanos, a la cabeza desde el principio del presente ciclo, seguirán jugando un papel protagonista (46% del total en 2019).

GRÁFICO 4. EVOLUCION PRIME YIELD POR SECTOR VS BONOS ALEMÁN Y ESPAÑOL Y PREVISIONES



Fuente: CBRE Research



AUMENTO DE LA INVERSIÓN EN MULTIFAMILY

El sector oficinas ha eclipsado al resto en 2019, acaparando un tercio de la inversión total, €3.700 millones, frente al 21% de 2018 (€2.600 millones, excluyendo operaciones corporativas). De cara a 2020 seguirá figurando entre los sectores favoritos, dado el recorrido en rentas que aún presenta (+3,2% interanual de media para el periodo 2020-2024 en el caso de Madrid y +1,6% para Barcelona, según nuestras previsiones).

El sector retail registró en 2019 solo €1.500 millones invertidos, el nivel más bajo desde el inicio de la recuperación. El *gap* entre centros *prime* y secundarios se ha agrandado. No obstante, en 2020 las previsiones apuntan a un aumento en los volúmenes de inversión ya que existen operaciones de envergadura en el *pipeline*.

En 2020 continuará alto el interés a lo largo y ancho de España para invertir en naves para la distribución *last mile* y en grandes plataformas logísticas, así como en proyectos en construcción. Las operaciones *mid cap*, de menor volumen y alta rentabilidad, seguirán estando bajo el foco de los inversores.

En cuanto a hoteles, España continuará como uno de los principales destinos de inversión hotelera en Europa. El viraje hacia un perfil más *core* y *core+* que ya se observó en 2019 seguirá, pero continuarán existiendo compradores *value added* e incluso oportunistas interesados en invertir, si bien el producto será más escaso que en años anteriores. La inversión en sectores alternativos como residencias de ancianos, hospitales, gimnasios, etc. continuarán atrayendo interés por sus mayores retornos, su carácter defensivo y sólidos fundamentales.

Pero si hay un sector en el que la inversión ha despuntado con fuerza en 2019 es el *multifamily* o *living*, que incluye el residencial en alquiler, pero también residencias de estudiantes (así como otros conceptos que en España apenas están dando sus primeros pasos como el *senior living* o el *coliving*, tan novedosos que no hay una regulación ni normativa clara aún). Los proyectos residenciales construidos para ser destinados al alquiler, junto a las residencias de estudiantes, han atraído más de €2.000 millones en 2019, el doble que el año anterior, siendo el segundo sector que más inversión atrajo. La inversión residencial directa en alquiler (operaciones "Private Rented Sector" y "Build to Rent") ha alcanzado los 1.600 millones en 2019.



Skyline, Madrid, proyecto promovido por Stoneweg. M&G adquirió una de las torres actualmente en construcción que se comercializará en alquiler



Dada la escasez de vivienda en alquiler en las principales ciudades españolas, el pequeño tamaño del mercado profesionalizado, la previsión de una demanda creciente (y en evolución constante) junto a la garantía en rentabilidad que ofrece por su carácter anticíclico, es de prever que la inversión en este segmento continuará en los próximos años en niveles altos.

Por otra parte, el aumento de los alquileres hasta llegar a máximos históricos en las ciudades más importantes de España ha creado cierta alarma social, al igual que en otras grandes capitales europeas. Por esta razón el debate sobre la conveniencia o no de regular los precios, entre otras medidas, ha entrado de lleno en la agenda política, siendo éste un aspecto al que hacer seguimiento en los próximos meses.

OBJETIVO: DIVERSIFICACIÓN

La diversificación, tanto geográfica como sectorial, es una constante entre los inversores y en 2020 continuará esta tendencia. Ello favorecerá tanto al sector *multifamily* como el resto de sectores alternativos, con un amplio recorrido en España ya que la oferta es muy limitada.

ESTRATEGIAS A LARGO PLAZO FRENTE A LOS CAMBIOS ESTRUCTURALES

Avanzamos hacia un mundo hiperconectado que ya ha revolucionado, y continuará haciéndolo, nuestra forma de vivir, trabajar, consumir y relacionarnos. El concepto "space as a service" y la creciente hotelización del sector inmobiliario, más que evidente en el sector oficinas (*coworkings*) pero también en el sector *multifamily* (*coliving*, *senior living* en un contexto de envejecimiento demográfico, etc.) son opciones que se centran en la experiencia del usuario y seguirán transformando los espacios (y eventualmente las ciudades) para adaptarlos a las necesidades cambiantes de sus ocupantes.

El sector inmobiliario es pieza clave en facilitar la adaptación de las empresas y la sociedad a los profundos cambios estructurales que se están produciendo. Los inversores se verán cada vez más condicionados por los cambios que demanden los usuarios, lo que junto a la mayor presión regulatoria y social por la lucha contra el cambio climático (los edificios son responsables de un 40% de las emisiones de gases de efecto invernadero) aconseja la incorporación de una visión más a largo plazo de las estrategias de inversión.



CLAVES PRINCIPALES PARA EL 2020

- La positiva evolución de la economía española y de los fundamentales del sector en un entorno de tipos de interés bajos, seguirá atrayendo capital al sector inmobiliario.
- Es posible cierto recorrido a la baja en las yields de los activos más prime, pero en líneas generales se mantendrán estables en los mínimos históricos actuales.
- Amplio espectro de inversores por perfil y origen monitorizando el mercado a la búsqueda de oportunidades, destacando el mayor protagonismo de capital asiático y latinoamericano.
- La falta de producto junto a la búsqueda de mayores retornos favorecerá la entrada en proyectos en desarrollo, tanto en forward-funding como en forward-purchase.
- El predominio de estrategias de diversificación, tanto geográfica como sectorial, continuará en 2020. Ello favorecerá tanto al sector *multifamily* como el resto de sectores alternativos, con un amplio recorrido en España debido al desequilibrio entre oferta y demanda.



FINANCIACIÓN



EL INMOBILIARIO MANTENDRÁ SU ATRACTIVO FRENTE A OTRAS OPCIONES DE INVERSIÓN

Como describimos en las páginas anteriores, la persistencia de un entorno de tipos de interés bajos o negativos son un factor preocupante para la economía pero al mismo tiempo fomentan una mayor inversión en el sector inmobiliario. La presión para invertir sólo se ha agudizado y los inversores multiproducto necesitan invertir en el sector inmobiliario para compensar las bajas rentabilidades de los bonos soberanos. En base al consenso generalizado de que los tipos bajos (o negativos) continuarán, el interés por activos core (con menos riesgo) se ha renovado, a pesar de rentabilidades en mínimos históricos.

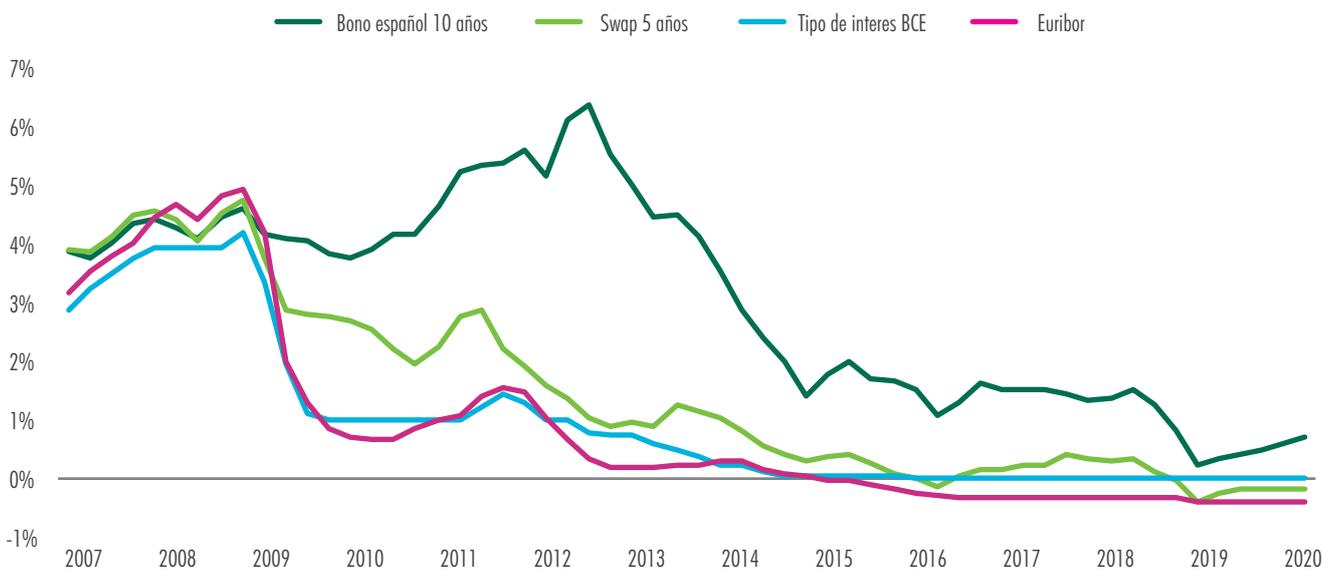
Los inversores saben que están obteniendo rendimientos más bajos que los que habrían recibido históricamente por el riesgo asumido. Sin embargo, son conscientes de que la inversión en el sector inmobiliario es una opción mejor que otras posibles alternativas. Su enfoque es realista pero no complaciente, y buscan frenar el riesgo con medidas defensivas siempre que sea posible.

DISYUNTIVA ANTE EL PREVISIBLE FIN DE CICLO Y LA ALTA ACTIVIDAD DEL SECTOR

En general, los términos de financiación siguen siendo conservadores. Si bien la competencia ha llevado los márgenes a niveles cada día más bajos, los prestamistas han mantenido la disciplina con respecto al apalancamiento. Atrapados entre la cautela que impone el fin de ciclo (por no mencionar el conservadurismo innato de los prestamistas) y un sector inmobiliario en pleno apogeo, el mercado muestra una interesante y contradictoria mezcla de dinamismo y prudencia.

Aunque generalmente conservadores, los bancos españoles ofrecen de vez en cuando condiciones muy agresivas para los mejores activos del mercado, incluyendo márgenes bajísimos y estructuras de amortización "bullet" muy atípicas de estos bancos. Tienen mucha presión para obtener beneficios en un entorno de tipos bajos y son agresivos a la hora de financiar los mejores activos y/o prestatarios. En general, sin embargo, se adhieren a criterios conservadores, requiriendo altos niveles de amortización y limitando su exposición (tamaño del ticket) por transacción. Casi nunca permiten a los prestatarios sacar el 100% de su equity original, incluso cuando el activo se ha revalorizado de manera significativa.

GRÁFICO 5. EVOLUCION DE LOS TIPOS DE INTERES



Fuente: CBRE Research



NUEVOS PRESTAMISTAS, INCLUYENDO INVERSORES INSTITUCIONALES

Siguen apareciendo nuevos prestamistas, en muchos casos bancos europeos y asiáticos, que suelen contratar equipos locales para acceder al mercado de financiación español. En la mayoría de los casos prefieren participar en operaciones lideradas por prestamistas locales.

El número de fondos privados de deuda aumenta también, a medida que los inversores institucionales prefieren invertir en el sector inmobiliario a través de deuda (en vez de con fondos propios), reduciendo su exposición y, por tanto, tomando una estrategia más defensiva. Los fondos de deuda ya no incluyen solo las grandes casas de inversión, sino también pequeños gestores que actúan en nombre de individuos o familias de alto poder adquisitivo.

Los prestamistas habitualmente enfocados en operaciones más oportunistas están reajustándose para el ciclo tardío, reduciendo sus requisitos de rentabilidad y el tamaño mínimo de los préstamos que hacen.

A pesar de la declarada reticencia de financiar centros comerciales, muchos prestamistas siguen ofreciendo condiciones atractivas a prestatarios comprobados. Para dar el visto bueno, sus comités de riesgo requieren una gran cantidad de datos sobre cada aspecto del mercado y la explotación del activo.

FINANCIACIÓN ABUNDANTE, PERO SELECTIVA

A pesar de un alto nivel de liquidez, una gran cantidad y variedad de prestamistas y la disponibilidad de términos generalmente atractivos, algunos prestatarios siguen insatisfechos. Esto se aplica especialmente a los que realizan casi cualquier tipo de promoción especulativa, para las que la financiación sigue siendo generalmente escasa y costosa.

Además, ciertas tipologías de activos emergentes sufren de una escasez de financiación, como por ejemplo la vivienda en alquiler o las residencias de estudiantes y de ancianos. A pesar del gran interés inversor por estos activos dada su escasez, muy pocos proyectos se financian con deuda.

A nivel internacional, la vivienda en alquiler es reconocida por su seguridad, pero en España la mayoría de los prestamistas están tardando en aceptar la evolución del sector, en un país en el que la preferencia de la compra frente al alquiler ha sido hasta hace poco abrumadora. En la mayoría de los casos hasta la fecha, los promotores se han visto obligados a recurrir a socios capitalistas para desarrollar sus proyectos (ya sea en modalidad *forward funding* o *forward purchase*).



MERCADO DE CAPITALES

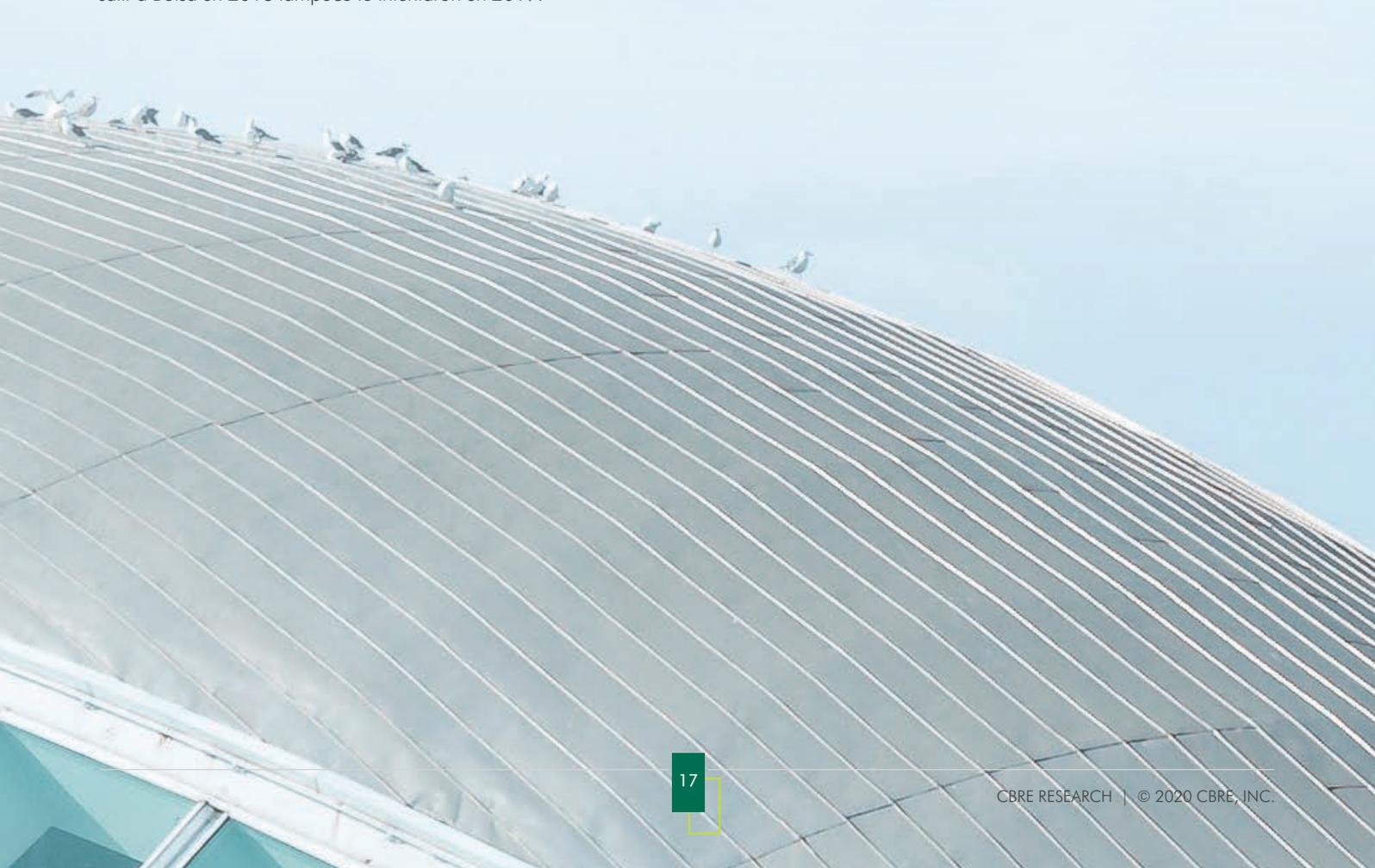
A cierre de 2019, las diecisiete empresas del sector inmobiliario que formaban parte del mercado continuo sumaron una capitalización agregada de 17.257 millones de euros, un 14,2% más que en el mismo momento del año anterior, aún descontando la salida de Hispania en abril. La socimi Colonial ha sido la que más ha visto subir su cotización en 2019, con una revalorización a fin de 2019 del 39,7% frente al mismo periodo de 2018. En su haber, su apuesta decidida por las oficinas en las mejores zonas de negocios de Madrid, Barcelona y París, que representan el 95% del portfolio. La otra gran socimi, Merlin Properties acabó el año con un aumento del 18,6% en el valor de sus títulos, penalizada por el 36% que representa en su portfolio los activos comerciales.

En el otro lado de la balanza se encuentran las grandes promotoras, lastradas por el profit warning lanzado por Neinor en abril y el posterior reajuste de las previsiones de entrega de viviendas realizado por Metrovacesa y Quabit, con descensos en sus títulos del 21% y el 23% respectivamente. La ralentización en el mercado de capitales, que ya se observó en 2018, se acentuó aún más en 2019, y compañías como Vía Célere y Haya, que cancelaron sus planes de salir a Bolsa en 2018 tampoco lo intentaron en 2019.

La fragmentación es una característica de las socimis en el mercado español. Había 90 socimis cotizando a cierre de 2019, 22 más que en 2018: 4 en el Mercado Continuo (Merlin, Colonial, Lar y Árima, las dos primeras en el selectivo IBEX35), 80 en el MAB (Mercado Alternativo Bursátil) y 7 en el Euronext.

Aunque el año 2019 no fue pródigo en este tipo de operaciones (Vitruvio adquirió Única Real Estate, la primera fusión del MAB, en una operación valorada en algo más de €24 millones) lo lógico es que dado el pequeño tamaño medio de las socimis españolas, los intentos de consolidación de socimis en el mercado para alcanzar cierto tamaño continúen. También seguiremos viendo liquidaciones o ventas de socimis con uno o pocos activos así como la posible salida de cotización de algunas empresas por este motivo.

Dadas las circunstancias no esperamos salidas a Bolsa en 2020. Mientras, el mercado permanece en actitud de *wait&see*, ante el ruido generado por posibles cambios regulatorios tanto en el régimen de las socimis como en el mercado de alquiler de viviendas (un total de 22 socimis están especializadas en la gestión de vivienda en alquiler),

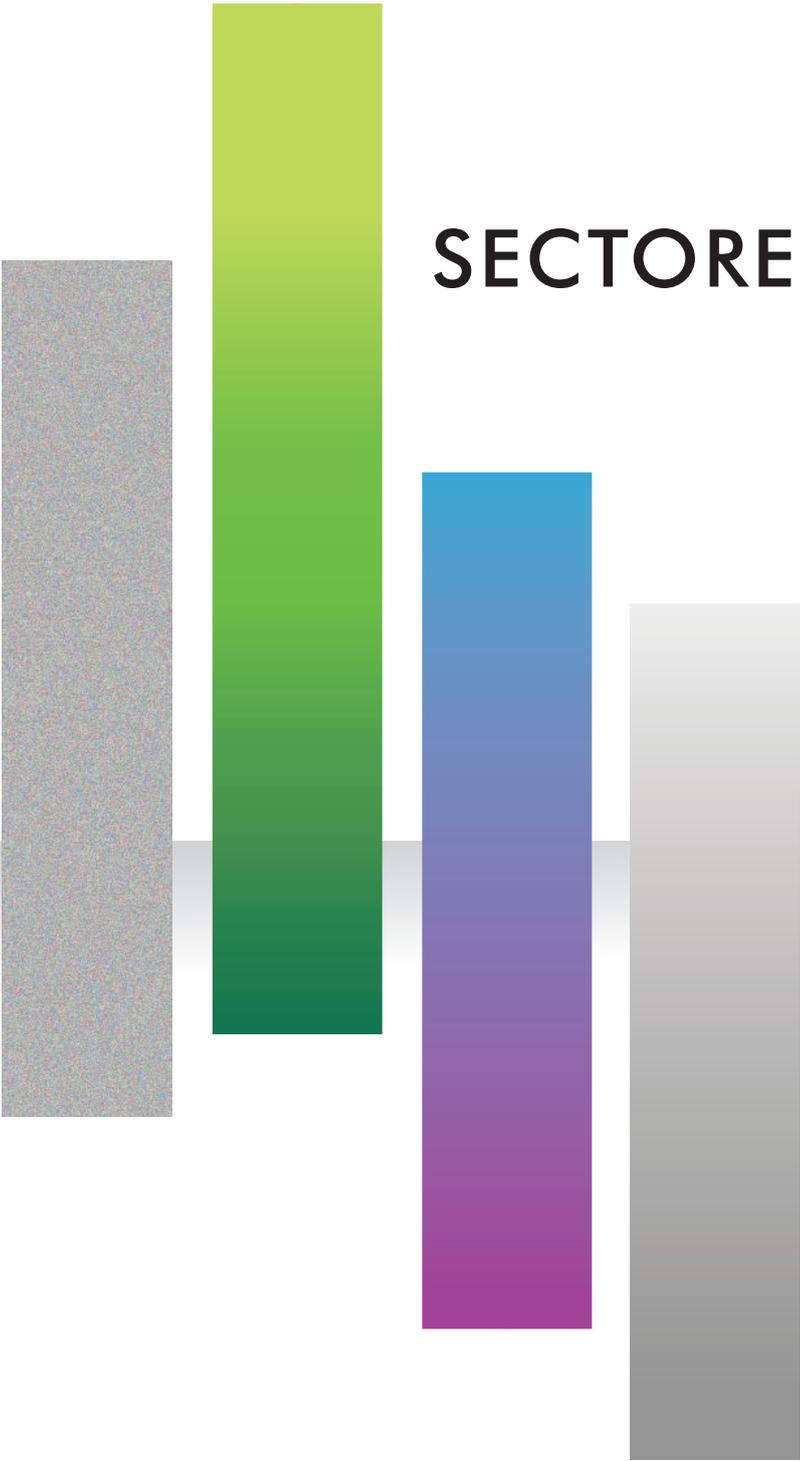




CLAVES PRINCIPALES PARA EL 2020

- Aunque la competencia a la hora de financiar los mejores activos ha llevado los márgenes a niveles mínimos, los términos de financiación seguirán siendo en general conservadores, ante la disyuntiva que presenta un mercado cuya actividad no tiene visos de descender pero entra en una fase madura del ciclo.
- Aumento de inversores institucionales dispuestos a entrar en el mercado de deuda, limitando así el riesgo.
- La financiación en buenas condiciones de nuevas clases de activos inmobiliarios como la vivienda en alquiler, residencias de estudiantes, etc. seguirá siendo un reto.
- La actual situación del mercado de capitales hace improbable salidas a bolsa en 2020.
- La alta fragmentación de las socimis en el mercado español sigue apuntando a la consolidación y la especialización, mientras que seguiremos viendo liquidaciones y ventas de socimis con uno o pocos activos en sus portfolios.

SECTORES



22 OFICINAS



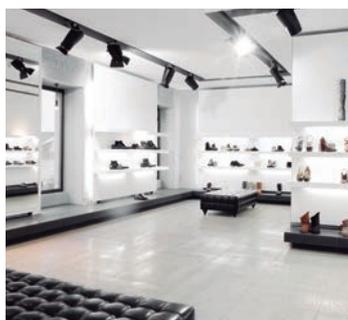
A pesar de que se mantendrá elevada, la contratación de espacios de oficina descenderá en 2020 como consecuencia de un descenso en la demanda y la escasez de espacios amplios y de calidad en las zonas más solicitadas; se espera que las empresas tecnológicas y de servicios profesionales ganen peso en detrimento de los sectores servicios a empresas y financiero. La tasa de desocupación descenderá a un menor ritmo que el registrado en el último año gracias a la salida de nuevo producto al mercado. Las rentas seguirán creciendo en todos los mercados, aunque a un ritmo más moderado que el de los últimos cuatro años.

25 LOGÍSTICO

Esperamos un sector logístico sólido en 2020, con un mercado de ocupantes activo en la misma línea de los últimos años. Tanto la incorporación de nueva oferta como la reforma y reconversión de edificios marcarán la pauta el próximo año en la tan necesaria renovación del parque logístico español. La pujanza del *e-commerce* seguirá animando el mercado de inversión, tanto por el lado de portfolios que saldrán a la venta como por el de las plataformas *last mile*.



28 RETAIL



La tasa de paro seguirá bajando y en consecuencia el consumo y las ventas minoristas continuarán creciendo, aunque con una intensidad menor. Por otra parte, los retailers seguirán expandiéndose con moderación, combinando aperturas estratégicas con reajustes en su red de tiendas y cierres de locales secundarios. Aparecerán nuevos operadores en el retail físico mientras el *e-commerce* volverá a crecer con mucha fuerza en 2020 e impulsará la omnicanalidad. El mercado de inversión experimentará un año moderado en cuanto a volumen, pero mejorará notablemente los resultados del año pasado.

31 MULTIFAMILY & RESIDENCIAL

El sector *multifamily* & residencial en 2020 crecerá en términos de oferta y demanda, aunque en niveles más moderados. La inversión *multifamily* & residencial seguirá creciendo impulsada por la demanda en alquiler y los acuerdos "Build to Rent" (BTR). Se impulsará la colaboración público-privada como vía para aumentar la accesibilidad a la vivienda. Crecerá el interés en nuevas tendencias habitacionales como el *Co-living*, *Senior Living*, *Serviced Apartments* y *Branded Residences*. Expansión de la digitalización como palanca para la inversión y la gestión, al tiempo que gana un mayor peso la sostenibilidad –vía hipotecas verdes– y evolución de la construcción industrializada.





34

HOTELES

Tras varios años de gran crecimiento del sector varios factores indican una vuelta a la normalidad turística y hotelera marcando 2020 el inicio de un nuevo ciclo. El cada vez más elevado interés inversor por destinos secundarios que ofrecen mayores rentabilidades y el aumento del protagonismo de España dentro de los planes de expansión de las marcas internacionales serán tendencia en 2020. La escasez de producto en compra será determinante a la hora de repetir las excelentes cifras de inversión alcanzadas en años anteriores.

37

MERCADOS ESPECIALIZADOS

Se espera que los llamados sectores alternativos experimenten un crecimiento sostenido en 2020, principalmente en residencias de estudiantes y residencias de la 3ª edad, impulsado por la elevada demanda. Continuarán siendo tendencia las fusiones y adquisiciones de operadores que buscan incrementar su cuota de mercado. Las transacciones de portfolios de activos continuarán al alza y provocarán la entrada de inversores de tipología *core / core+*. Ante la falta de producto, en 2020 continuarán las adquisiciones de suelo para nuevos desarrollos así como rehabilitaciones por parte de operadores e inversores.



40

CENTROS DE DATOS

Actualmente existe desequilibrio entre oferta y demanda en este sector. Uno de los grandes desafíos a la hora de construir nuevos centros de datos es la escasez de suelo en localizaciones adecuadas y/o su alto precio. La alta demanda de este tipo de producto desde el punto de vista ocupacional está atrayendo nuevos inversores.



LIGERO DESCENSO DE LA DEMANDA

El mercado de oficinas español registró en 2019 su mejor año en lo que a contratación de oficinas se refiere desde 2007. En este sentido la contratación aumentó un 21% en Madrid y un 2,3% en Barcelona respecto al ejercicio anterior y se situó un 41% por encima de la media para el periodo 2007-2018 en el conjunto de las dos ciudades. A la buena evolución del sector durante los últimos años hay que añadirle la gran expansión que los diferentes operadores de espacios flexibles han realizado en el territorio nacional durante el último año y medio. En este sentido, el 13% de la contratación de oficinas en 2019 correspondió a operadores de espacios flexibles.

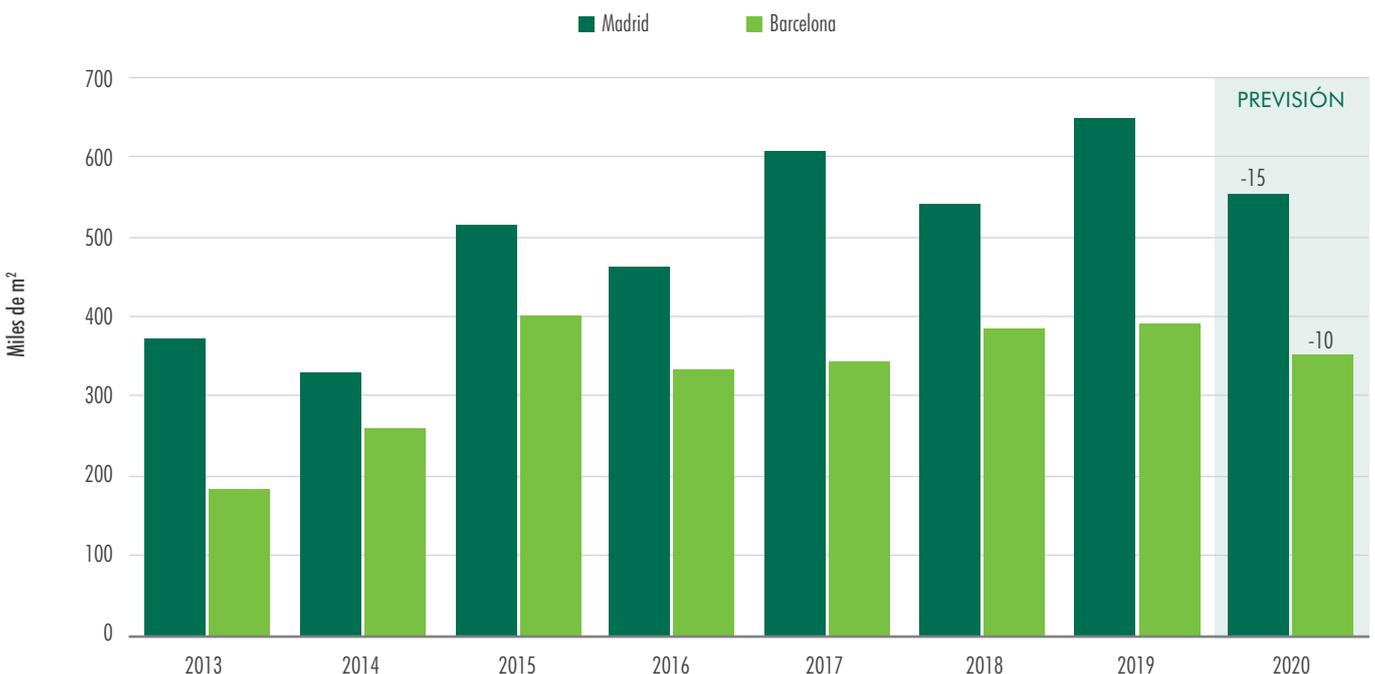
Al hilo de un menor crecimiento económico en 2020, el empleo en oficinas, factor clave en la demanda, también registrará un menor crecimiento, pasando del 2,9% estimado para 2019 a nivel nacional al 1,9% en 2020. Por este motivo nuestras previsiones apuntan a una reducción de la contratación en torno al 10%-15% para 2020 vs 2019 tanto en Madrid como Barcelona. Estaríamos aún por tanto en niveles elevados de *take-up*, si bien ligeramente por debajo de los de 2019.

LAS EMPRESAS TECNOLÓGICAS LIDERARÁN LA CONTRATACIÓN EN 2020

En base a las previsiones de crecimiento por sector, se espera que las empresas tecnológicas ganen peso en la contratación de espacios de oficinas, seguidas por los servicios profesionales. En sentido contrario se prevé que el sector servicios a empresas y el sector financiero lo pierdan respecto al total contratado respecto a 2019.

Habrà que seguir de cerca las consecuencias que pueda tener sobre el mercado de oficinas la crisis de WeWork (que ha anunciado que paraliza su expansión al menos durante 2020) que durante el año pasado contrató 40.000 m² en Madrid y Barcelona, casi el 4% de la contratación total. Sin embargo, más allá de WeWork, en un entorno cambiante e incierto, los espacios flexibles de oficinas son una alternativa conveniente para las empresas en determinados casos y, por tanto, es un sector llamado a crecer. Además de continuar su expansión tanto en Madrid o Barcelona, otras grandes ciudades como Valencia, Málaga, Sevilla, Bilbao... verán aumentar la presencia de estos operadores.

GRÁFICO 6: TAKE-UP DE OFICINAS 2013-2019 Y PREVISIÓN 2020



Fuente: CBRE Research



BAJAS TASAS DE DESOCUPACIÓN

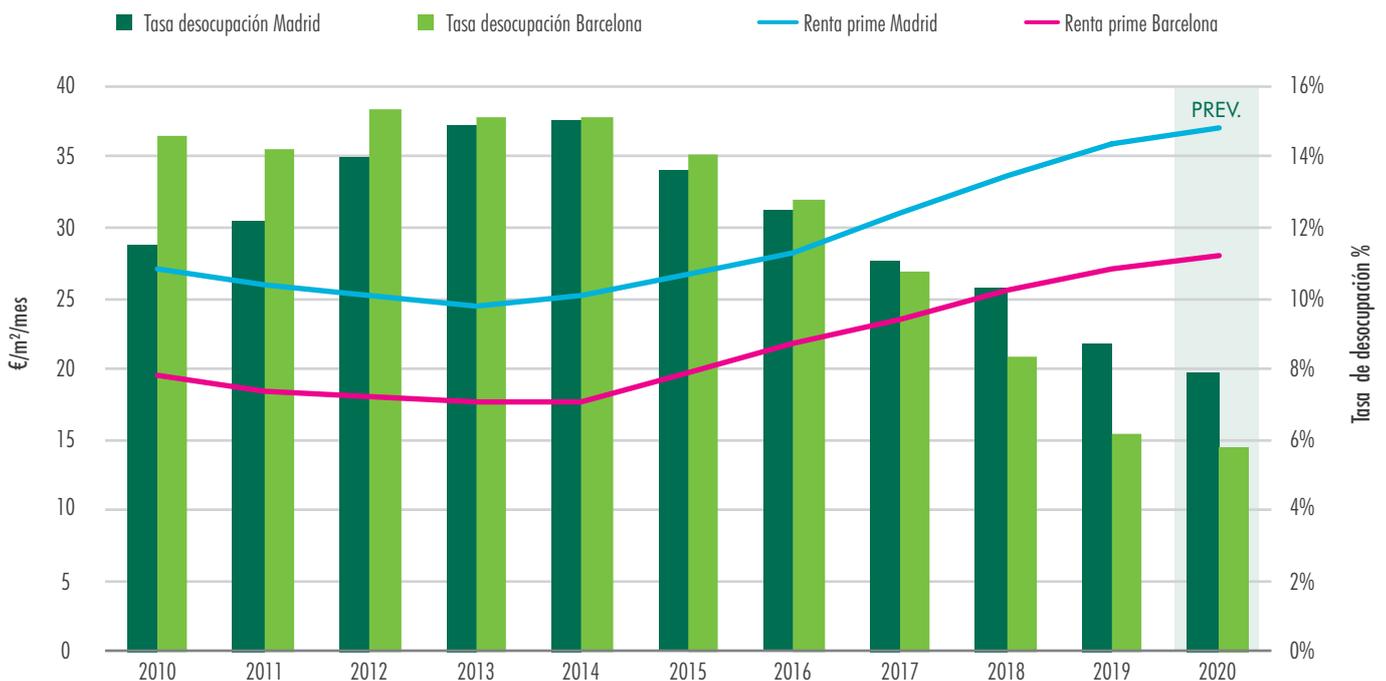
Por el lado de la oferta, la desocupación está en su punto más bajo de los últimos 10 años. Especialmente crítica es la falta de espacios amplios y de calidad en las zonas con mayor demanda. Ante esta situación, en Madrid se observa un incipiente aumento de las operaciones de prealquiler e incluso llave en mano, una característica hasta ahora muy marcada en el mercado de oficinas de Barcelona durante el último año pero que en Madrid no ha tenido apenas relevancia.

En 2020 se espera que la tasa de disponibilidad siga descendiendo, aunque a un ritmo menor gracias a la salida de producto nuevo actualmente en construcción o rehabilitación.

LA MITAD DE LA SUPERFICIE EN CONSTRUCCIÓN YA ESTÁ COMPROMETIDA

En este sentido, en el mercado de Madrid se completarán 303.000 m² (un 2,4% del stock) en 2020, de los cuales 220.000 m² están disponibles. Si bien el submercado más activo es el CBD, la mitad de la superficie en construcción en este submercado ya está comprometida, siendo la A-2 el submercado que mayor oferta sacará al mercado. En Barcelona, la fase constructora por la que atraviesa la ciudad tendrá claro reflejo en 2021, cuando se completarán hasta 202.000m² (un 3,4% del stock) de nuevas oficinas, mientras que en 2020 se esperan tan sólo 92.000 m² de los cuales casi la mitad están ya prealquilados. La zona más activa del mercado barcelonés es claramente el 22@. Algunos de los proyectos más destacados que saldrán en 2020 en Madrid son Agustín de Foxá 4, con 20.000m² de superficie en el CBD y los edificios OM ∞ y A2 Plaza en el mercado de la A2, que añadirán 60.000m² adicionales. En Barcelona, destacan Doctor Trueta 209 y Tánger 36 en el 22@, totalmente disponibles y con una superficie de unos 8.500m² cada uno así como Europa Building en Zona Fira, con algo más de 6.000m², también disponible en su totalidad.

GRÁFICO 7: RENTAS DE ALQUILER VS TASA DE DESOCUPACIÓN 2010-2019 Y PREVISIONES



Fuente: CBRE Research

LAS RENTAS MANTIENEN EL PULSO

Ante la limitada oferta y la buena salud de la demanda, las previsiones apuntan a crecimiento de rentas en todos los submercados, especialmente en los mejores edificios del CBD, aunque a un menor ritmo que en años anteriores. Si bien en los últimos 4 años la renta prime ha crecido en torno a una media anual del 8%, se espera que modere su crecimiento en los próximos años, situándose en torno al 3,2% anual de media en los próximos 5 años para Madrid y un 1,6% en Barcelona.

ENFOQUE MÁS PROACTIVO POR PARTE DE LOS OCUPANTES

Por el lado del ocupante, se espera que de manera global éstos adopten un enfoque mucho más activo hacia sus carteras en los próximos años. Esto es reflejo de la convergencia de varias tendencias en torno a la utilización del espacio, atracción y gestión del talento, experiencia de usuario, estrategias digitales y tecnológicas y agilidad y flexibilidad de cartera, por nombrar solo algunos.

ALTA ACTIVIDAD EN EL MERCADO DE INVERSIÓN

El sector oficinas ha eclipsado al resto de sectores en 2019, acaparando un tercio de la inversión total, €3.719 millones, frente al 21% de 2018 (€2.600 millones). Las expectativas de crecimiento de rentas que se han materializado a lo largo del año han sido sin duda un reclamo poderoso. La falta de producto prime ha sido una constante y continuará siéndolo en el próximo año. Ello obliga a los inversores más core a ampliar miras, tanto en zona como en tipología de activo. Así, tanto aseguradoras como fondos conservadores, por ejemplo, han puesto su foco en producto de calidad o con flujos de caja sostenibles en zonas descentralizadas, lo que pone presión en las *yields* de estos activos. Mientras, los inversores de perfil más value-add se muestran dispuestos a entrar en operaciones que requieran incluso algún tipo de gestión urbanística, si bien en zonas consolidadas.

De cara a 2020 el sector oficinas continuará estando en el punto de mira de los inversores, dada la escasez de oferta de calidad, el potencial de crecimiento de rentas que aún existe y la limitada oferta en construcción tanto en Madrid como en Barcelona, por lo que no se descartan futuros descensos en las *yields prime*.

CLAVES PRINCIPALES PARA EL 2020

- Si bien se mantendrá elevada, la contratación de espacios de oficina descenderá ligeramente en 2020 como consecuencia de una menor creación de empleo en sectores demandantes de este tipo de espacios.
- La tasa de desocupación descenderá a un menor ritmo que el registrado en el último año, gracias a la salida de nuevo producto al mercado. Las opciones se amplían para los ocupantes.
- Las rentas seguirán creciendo, aunque a un ritmo menor al de los últimos cuatro años.
- El mercado español de oficinas sigue siendo muy atractivo para inversores nacionales e internacionales. Dado el contexto actual de elevada demanda y escasa oferta, no se descartan futuras bajadas en las *yields prime*.



LOGÍSTICO

LA DEMANDA SEGUIRÁ IMPULSADA POR EL E-COMMERCE

2019 ha sido un año muy positivo desde el punto de vista de la demanda en el sector logístico español. Tanto en la Zona Centro como en Cataluña se cumplieron las expectativas que auguraban un buen ejercicio superando cada una de ellas los 500.000 m² de contratación logística.

Entre las capitales de provincia destacaron Valencia, con nada menos que 265.000 m², consolidándose una vez más como el tercer foco logístico del país y Zaragoza, con 49.000 m². En general la contratación dependió en gran parte de proyectos llave en mano o de prealquileres, debido a la escasez de plataformas logísticas XXL de calidad. Málaga, Sevilla y Bilbao, sin embargo, aún siendo muy demandadas, continúan en la misma línea de actividad moderada debido a la escasez de producto nuevo de calidad.

La demanda en el sector logístico continuará siendo elevada en 2020 impulsada por un constante crecimiento económico, aunque en menor medida que en años anteriores, y por la penetración del comercio electrónico, que seguirá aumentando en toda España. Este crecimiento continuará no sólo en zonas urbanas, sino también se extenderá hacia áreas rurales. Las zonas más activas seguirán siendo los dos grandes focos logísticos del país junto con Valencia y Zaragoza.

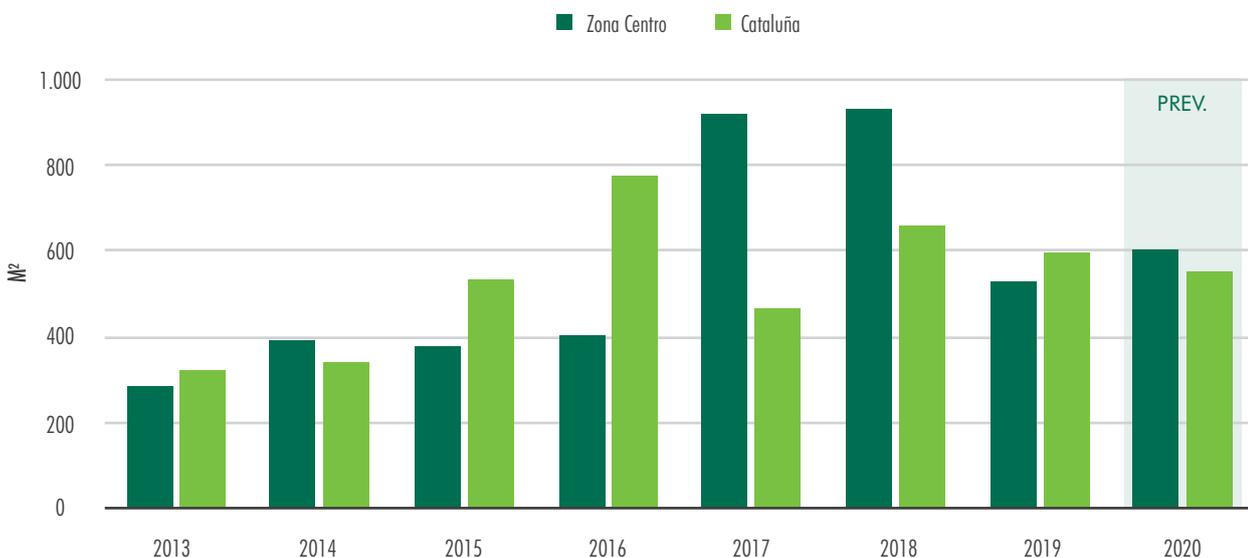
AUGE DE REFORMA Y RECONVERSIÓN DE EDIFICIOS

Por el lado de la oferta en 2020 seguirán construyéndose nuevos proyectos debido a la escasez de producto de calidad en muchos lugares de España. En este punto es importante señalar el alza de los costes de construcción, si bien se espera una moderación de los mismos durante los próximos meses.

De la misma manera continuará tanto el desarrollo como las operaciones de compra de suelo para la construcción de nuevas plataformas. En la Zona Centro actualmente hay alrededor de 570.000 m² de superficie logística bajo construcción, que se incorporarán al parque logístico de los ejes A-2, A-4 y A-42 a lo largo de 2020. Del total, el 53% son proyectos a riesgo. Determinadas zonas ya empiezan a mostrar sobreoferta, por ejemplo, algunas localidades de los ejes A-2 y A-4 como San Fernando de Henares y Getafe.

En Cataluña existe una escasez general de suelo que está limitando la puesta en marcha de nuevos desarrollos. Como consecuencia se empezará a dar más protagonismo en 2020 a la demolición de edificios y reforma de los ya obsoletos. En la actualidad hay 90.000 m² en construcción para entregar en 2020, la mayor parte de ellos localizados en el 2º arco.

GRÁFICO 8. TAKE-UP 2013-2019 Y PREVISIÓN 2020



Fuente: CBRE Research



En el resto de ciudades destaca en Valencia la reciente finalización del P.E. Circuito de Cheste, que aporta nada menos que 500.000 m² de suelo logístico. En el País Vasco la superficie logística proyectada ha aumentado en 2019 a niveles que no se veían desde 2016 gracias, en gran parte, a los proyectos de reconversión de antiguas naves industriales en desuso que se destinará a la actividad logística. Esta nueva superficie se prevé sea incorporada al mercado en los próximos seis meses.

LA INVERSIÓN EN EL SECTOR SE MANTENDRÁ FUERTE

Existe una elevada liquidez en el mercado que animará a seguir invirtiendo en toda España en 2020, tanto en tipologías *last mile* como de grandes plataformas. Además, interesantes portafolios continuarán saliendo al mercado, con lo que estimamos se podría alcanzar este año un volumen de inversión similar al registrado en 2019.

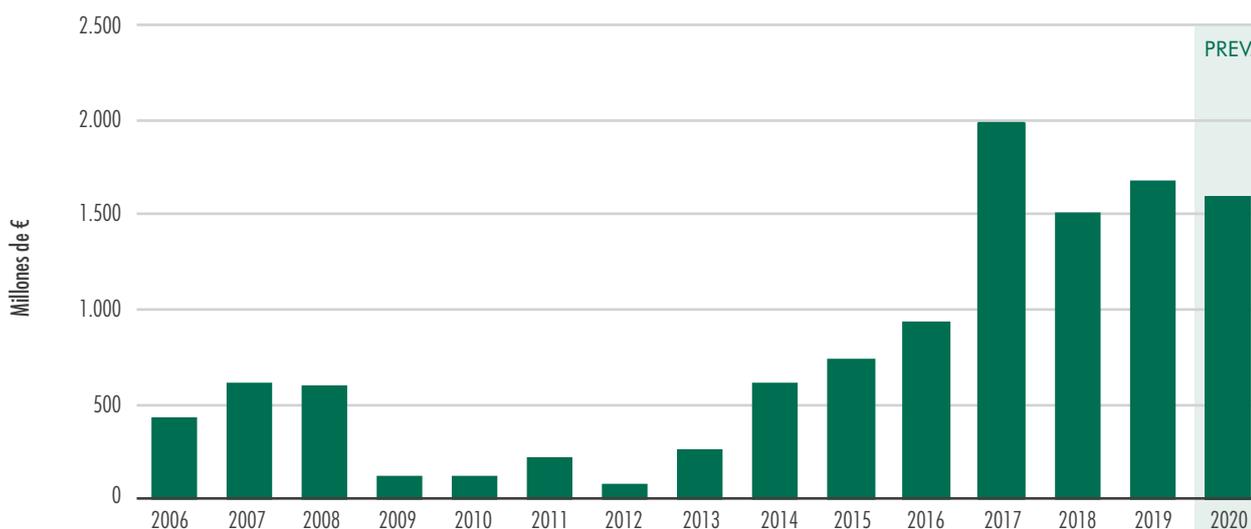
La seguridad y estabilidad que ofrece la inversión en el sector logístico se está traduciendo en que nuevos inversores centren su atención en el mismo.

Los inversores con origen EE.UU. y Reino Unido seguirán dominando, si bien los de países asiáticos como Corea, China y Singapur tendrán mayor protagonismo. Además, en ciudades secundarias se seguirán demandando inmuebles entre 3.000 y 5.000 m².

Continuará el interés de los inversores por operaciones *Mid Cap*, es decir, de volúmenes en el entorno de los €15 millones. Se trata de operaciones de un volumen más moderado pero con menor presión inversora y que ofrecen una rentabilidad mayor, en un rango de entre 6,5% y 8,5%. Sin duda seguirán siendo uno de los focos de inversión logística en 2020.

Existe por otra parte un creciente interés por parte de los inversores hacia proyectos llave en mano relacionados con naves de almacenamiento en frío, puesto que los periodos de contrato de arrendamiento son más largos y aseguran una estabilidad en la inversión, tendencia que irá siendo más acusada en los próximos años con el incremento de las ventas de productos frescos a través del canal online.

GRÁFICO 9. INVERSIÓN LOGÍSTICA EN ESPAÑA 2006-2019 Y PREVISIÓN 2020





CRECIMIENTO SOSTENIDO DE LAS RENTAS EXCEPTO EN ZONA CENTRO

En 2020 el crecimiento de las rentas será más perceptible en zonas donde se combinen dos factores: elevada demanda y superficie disponible de calidad limitada. Dicha situación es más probable que suceda en Cataluña, Andalucía y País Vasco. Sin embargo, en la Zona Centro la elevada oferta que actualmente se encuentra en construcción dará lugar a una estabilidad generalizada en rentas. En Valencia permanecerán estables en líneas generales, puesto que actualmente existe producto de calidad disponible.

OTRAS TENDENCIAS

En 2020, aún existiendo un auge de la automatización en las propias instalaciones, será clave el acceso a mano de obra para los centros de distribución, que continuará condicionando las preferencias de localización de los ocupantes. Otros aspectos laborables clave serán la rotación y profesionalización del sector.

Por otra parte, preveemos el auge de las plataformas con entreplantas y multinivel. Los grandes retailers se ven en la necesidad continua de ampliar sus instalaciones, si bien, la oferta disponible es limitada o no se ajusta a las necesidades de este tipo de compañías, lo que hace que algunos promotores estén empezando a desarrollar plataformas de varias alturas, con el fin de poder aprovechar al máximo el espacio disponible.

CLAVES PRINCIPALES PARA EL 2020

- La demanda permanecerá activa en toda España con previsión de niveles de contratación en 2020 similares a los del año anterior.
- La falta de oferta de calidad, junto con la elevada demanda, presionará las rentas al alza de manera sostenida, excepto en la Zona Centro, debido a la elevada oferta en construcción.
- Continuará el interés por la puesta en marcha de nuevos proyectos en zonas con escasez de oferta y en el desarrollo y compra de suelo logístico.
- Auge de la automatización y sostenibilidad en las instalaciones, así como plataformas con entreplantas y multinivel.
- Los inversores continuarán enfocados en el sector logístico. Habrá interés tanto por producto de inversión de volumen como por producto last mile, así como por operaciones mid cap.
- Los aspectos laborales como acuerdos, mano de obra accesible, rotación y profesionalización serán claves en el sector en 2020.


RETAIL
LAS VENTAS MINORISTAS CRECERÁN CON MODERACIÓN EN 2020

Los indicadores del retail fueron muy positivos en 2019, mejorando las expectativas iniciales. Las ventas minoristas aumentaron un 2,4% en 2019 (hasta noviembre), entre otros motivos gracias al repunte de las ventas de equipamiento personal (moda), que crecieron un 2,2% (hasta noviembre). El turismo mantuvo su pulso en 2019 con un nuevo récord en llegadas de turistas extranjeros, que se prevé se sitúe en 83,4 millones, un 0,7% más que en 2018, con un aumento del gasto del 2,4%.

Por su parte, el Indicador de la Confianza del Consumidor, que se encontraba desde el 2015 en niveles récord, se ha fue moderando desde el verano de 2019, reflejando una opinión menos optimista de los españoles respecto a la economía futura, en línea con la desaceleración del PIB, que también se encuentra ya en una fase madura.

Para los próximos años, las previsiones apuntan a que los principales indicadores del retail crecerán de forma moderada, apoyados en una tasa de paro que seguirá bajando, pero con menos intensidad, del actual 14,1% al 13,3% en 2020 y 12,7% en 2021. En consonancia, el consumo privado mantendrá un crecimiento suave en torno al 1,0% en 2020 y 2021, mientras que las ventas minoristas bajarán al 1,2% en 2020 para después subir ligeramente al 1,5% en 2021.

EXPANSIÓN ACTIVA PERO CAUTELOSA

Las ventas en centros comerciales se mostraron muy positivas en 2019, anotando un crecimiento del 1,8% (hasta noviembre) en el portfolio gestionado por CBRE. A ello contribuyó de forma notable el aumento de las ventas de moda, que crecieron un 2,6%, una gran mejora comparado con 2018 (0,0%). Además, la afluencia subió un 2,1% (hasta noviembre), mejorando holgadamente los datos del año anterior (0,7%).

Progresivamente el panorama del retail se está ampliando, con la aparición de nuevos conceptos más enfocados al ocio y servicio al cliente, como Atlantis Aquarium, Ikea Diseña o ImaginCafé. Además, varios *pure players* del *e-commerce* están entrando en el retail físico y operadores como Hawkers y AliExpress han abierto grandes tiendas en calles y centros comerciales prime.

La expansión de los retailers lleva varios años de alta actividad, impulsado por los sectores especializados, como los deportes, la tecnología, la cosmética, el ocio y la restauración. Así, la ocupación media en los centros comerciales sigue mejorando, pasando de 94,9% en 2018 al 95,2% en 2019 (hasta noviembre) de promedio en el portfolio de CBRE. Se prevé que estas tendencias se mantengan en 2020, con más *pure players* dando el salto al retail físico. Los sectores que ya dominaron la escena en 2019 (deporte, tecnología, belleza, ocio y restauración) seguirán liderando la expansión en 2020, tanto en centros comerciales como en High Street. No obstante, se prevé una moderación en la intensidad de la expansión y por ejemplo en el F&B la actividad será menor que en años anteriores, ya que los operadores se moverán con mayor cautela.

GRÁFICO 10. CONSUMO Y VENTAS MINORISTAS ESPAÑA 2018-2019 Y PREVISIONES 2020-2021


Fuente: Oxford Economics/Funcas. De 2019 a 2021 son previsiones



OMNICANALIDAD Y TRANSFORMACIÓN

Para adaptarse a la omnicanalidad los retailers están manteniendo planes de expansión muy comedidos, reajustando su red de locales con cierres, consolidando tiendas y realizando aperturas estratégicas.

El e-commerce mantendrá su alto ritmo de crecimiento y la expectativa es que el volumen del comercio electrónico crecerá en 2020 por encima del 25%. El peso de la venta on-line en el comercio minorista llegará a ser del 6% vs el 5% actual. Así, para el futuro se espera más ajustes en la red de tiendas a medida que la cuota de mercado de las ventas offline decrezcan.

Los retailers mantendrán las tiendas más rentables, ampliarán espacio en ubicaciones clave y prescindirán de los puntos de venta más secundarios. Las necesidades logísticas también pueden ocupar parte del local y jugar un papel en el diseño de la red de tiendas, ya que el fenómeno del *Click & Collect* estará cada vez más extendido en las tiendas.

KPI'S DE CENTROS COMERCIALES

RATIO	2019 (*)
Afluencia (var. anual/YTD)	2,1%
Ventas (var anual/YTD)	1,8%
Tasa de Ocupación	95,2%
Gasto por visitante	13,7 €

Fuente: CBRE. (*) 2019 datos hasta noviembre. Portfolio de 30 centros comerciales gestionados por CBRE, con aprox 1,3 millones de m² de SBA.

LA INVERSIÓN AUMENTARÁ EN 2020

Después de cuatro años de volúmenes históricos en 2019 la inversión en retail experimentó una fuerte reducción, cerrando en algo menos 1.500 M€, la cifra más baja desde el inicio de la recuperación.

El auge de las ventas online ha causado dudas entre los inversores, y especialmente los inversores generalistas han adoptado una posición de "wait-and-see". La incertidumbre se ha traducido en una brecha entre el producto prime y el secundario: existe un interés muy alto en activos prime; sin embargo, en el producto secundario hay más dudas y se han cerrado menos operaciones. El sector de centros y parques comerciales está más afectado que el *High Street*, ya que mientras el primero no llegó a los €700 millones, los locales comerciales superaron los €800 millones, representando por primera vez más de la mitad de la total inversión en retail.

El año 2020 se vislumbra bastante mejor que el año pasado, ya que varias operaciones de envergadura que no han logrado cerrarse en 2019 lo harán en 2020, como por ejemplo la compraventa de Puerto Venecia en Zaragoza. Hay varias otras grandes operaciones en el pipeline y pensamos que el volumen anual de la inversión en centros y parques comerciales podría estar entre €1.500 y 2.000 millones, más del doble del año pasado.

Se prevé que en el 2020 la inversión en High Street se incremente ligeramente respecto al año pasado, ya que el gap entre vendedores y compradores privados podría estrecharse, y el número de operaciones pequeñas (de entre 5-8M€) podría aumentar. Estimamos que el total volumen de inversión en retail estará en torno a los 2.500 millones de euros.



AliExpress Plaza, c.c. Intu Xanadú, Arroyomolinos (Madrid)

MODERACIÓN EN EL RITMO DE CONSTRUCCIÓN DE NUEVA SBA

La promoción de centros comerciales se reactivó después de la crisis, sin embargo, el ritmo de nuevas aperturas se mantiene bajo. El año pasado el output volvió a ser reducido y se inauguraron 4 centros comerciales, 2 parques comerciales y 3 ampliaciones, con una SBA creada total de 220.000 m², destacando las aperturas de los centros comerciales Lagoh (Sevilla) y X-Madrid (Alcorcón).

Actualmente existen 15 proyectos en construcción con 510.000 m² de SBA. En los próximos años se prevé un output similar al de los años pasados. Para el año 2020 se estima que la nueva SBA estará entre 200.000 y 250.000 m², con un mayor número de aperturas que el año pasado y con un mayor enfoque en parques comerciales. Las inauguraciones más importantes serán Open Sky (Torrejón de Ardoz), Torre Village (Zaragoza), Way Dos Hermanas y Designer Outlet Málaga.

TENDENCIA PLACEMAKING

Muchos centros comerciales existentes están renovando sus instalaciones y preparándose para la era de la omnicanalidad, ya que la ambición es ser en el futuro un punto de encuentro social, en vez de sólo un lugar de compras. Ofreciendo experiencias de compra diferenciadoras e introduciendo nuevas fórmulas de comercio y ocio, los centros comerciales esperan seguir atrayendo a un gran número consumidores. adaptándose a los nuevos hábitos de la sociedad.

En este sentido, en el futuro habrá una mayor interacción entre los diferentes sectores inmobiliarios, ya que sus sinergias pueden impulsar nuevos espacios urbanos basados en el uso mixto.

Estos proyectos “placemaking” que veremos en el futuro serán sobre todo urbanos y pueden potenciar o transformar barrios enteros. Al retail le espera un papel clave en este tipo de proyectos, ya que, más allá de operar como un suministrador de equipamiento, puede ser un elemento centralizador y catalizador en desarrollos complejos.



CLAVES PRINCIPALES PARA EL 2020

- La tasa de paro seguirá bajando, y en consecuencia el consumo y las ventas minoristas continuarán creciendo, aunque con una intensidad menor.
- Los retailers seguirán expandiendo con moderación, con aperturas estratégicas y la aparición de nuevos operadores físicos, pero también reajustarán su red de tiendas con cierres de locales secundarios. La expansión estará concentrada en los segmentos especializados (deporte, belleza, ocio & restauración, etc.) y menos en el segmento de la moda.
- El e-commerce volverá a crecer con mucha fuerza en 2020 e impulsará la omnicanalidad.
- El mercado de inversión experimentará un año moderado en cuanto a volumen, pero mejorará notablemente los resultados del año pasado.
- La promoción de centros comerciales será modesta en 2020, siguiendo la línea de los últimos años.



MULTIFAMILY & RESIDENCIAL

EL PRECIO DE LA VIVIENDA CRECERÁ UN 2-3% DE MEDIA A NIVEL NACIONAL EN 2020

Todo indica que la demanda se mantendrá en tasas positivas en 2020 pero con crecimientos menores que en años anteriores.

Según nuestras estimaciones en 2020 se alcanzarán en torno a las 600.000 viviendas vendidas, cifra similar a las 585.000 viviendas estimadas para 2019. Cabe destacar el progresivo cambio del perfil del demandante, fruto de los cambios sociológicos experimentados tales como el descenso de la natalidad y el incremento de hogares con menor número de personas.

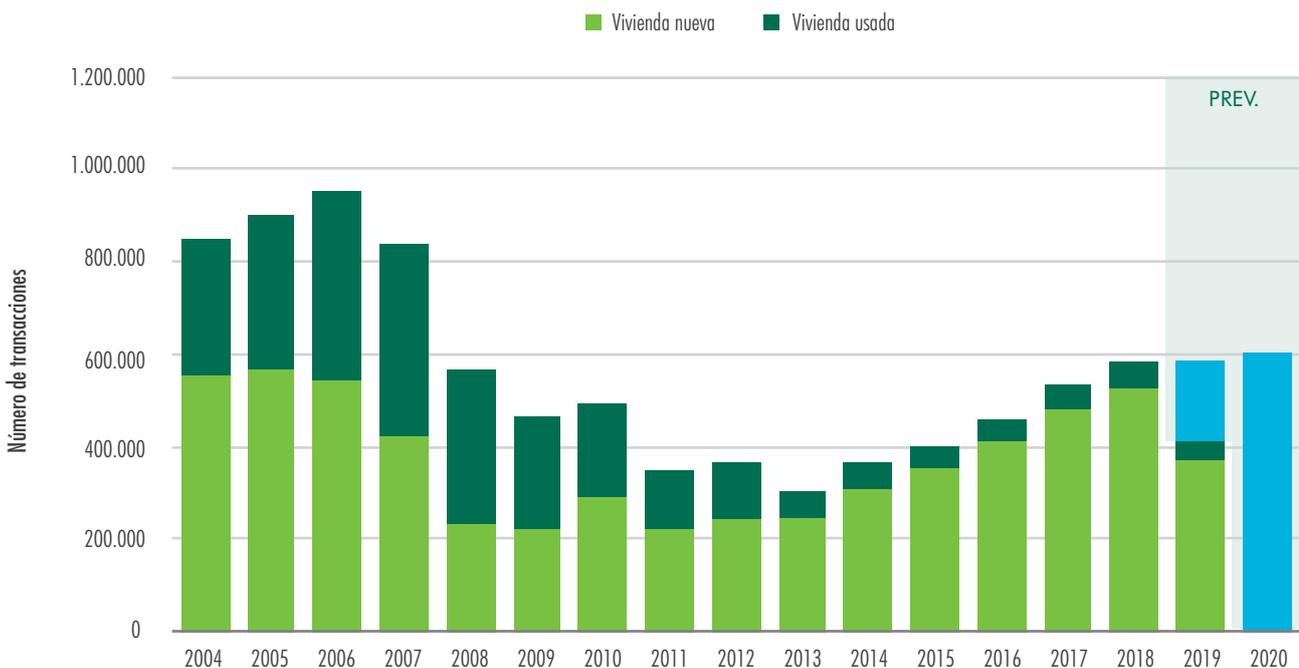
Respecto a los precios prevemos que el incremento del precio de la vivienda en 2020 se situó en un 2-3%, por debajo del 4-5% estimado en que lo hará en 2019. La situación del contexto macroeconómico y la maduración del ciclo inmobiliario del sector *multifamily & residencial* están detrás de este reajuste, que podría ser mayor si aumentara la incertidumbre en la situación geopolítica a nivel nacional y europeo.

En cuanto a la oferta, para 2020 se podría alcanzar un nivel de viviendas terminadas superior a las 90.000 unidades, lo que representa cerca del 20% del total de viviendas terminadas en 2009 pero casi el doble de las viviendas terminadas en 2015.

SE MANTENDRÁ EL INTERÉS INVERSOR EN LA GESTIÓN DE SUELO DE NUEVOS ÁMBITOS

Es notable la puesta en marcha de nuevos desarrollos urbanísticos en varias de las ciudades más grandes de España. En 2020 continuará el interés inversor en la gestión de suelo para garantizar un posicionamiento a medio y largo plazo en los nuevos ámbitos en desarrollo de las principales ciudades. En Madrid, destacarán ámbitos como Los Berrocales, Los Ahijones, ARPO, Los Carriles y DCN. En Barcelona, la Zona Franca (Marina Prat Vermell) será el área de expansión más relevante y en otras ciudades como Sevilla o Valencia destacarán Palmas Altas y Benimaclet respectivamente.

GRÁFICO 11. EVOLUCIÓN TRANSACCIONES DE VIVIENDA 2004-2019 Y ESTIMACIÓN 2020



Fuente: CBRE

INCREMENTO DEL PARQUE DE VIVIENDA EN ALQUILER VÍA “BUILD TO RENT” (BTR)...

El aumento de acuerdos “Build to Rent” (BTR) incrementará el parque de vivienda en alquiler e impulsará la profesionalización del sector *multifamily & residencial* y *living*. No solo el difícil acceso a la compra seguirá aumentando la demanda en alquiler, también será una realidad social impulsada principalmente por los cambios socioculturales. Ante la creciente demanda de hogares que viven en régimen de alquiler (según datos del INE, el 23,9% en 2018 frente al 19,4% en 2007) y la falta de producto, la producción de edificios de nueva construcción destinada 100% al alquiler aumentará (vía *Forward Purchase* o *Forward Funding*).

El crecimiento de la inversión en *multifamily & residencial* observada este año (cerca del doble respecto a 2018, sin contar operaciones corporativas) continuará en 2020. La profesionalización del sector crecerá con el aumento de inversores institucionales y previsiblemente permitirá unas rentas más asequibles gracias al incremento de la oferta. Muchos inversores se sienten atraídos por los mayores retornos del sector *multifamily & residencial* (tanto vía rentas como previsión de incremento de valor) a la vez que presenta menor riesgo que otros sectores al ser un bien de primera necesidad, algo que resulta especialmente atractivo en la fase madura del ciclo inmobiliario actual.

Cabe destacar la necesidad de mantener las medidas fiscales que fomentan el alquiler. Muestra de ello son el régimen fiscal especial para las Socimis o de las EDAV (Entidades Dedicadas al Arrendamiento de Viviendas) que tributan al 4% en primera transmisión así como las bonificaciones del 85% sobre la cuota impositiva para sociedades con más de 8 viviendas en alquiler.

Entre las medidas incluidas dentro de la agenda política del nuevo Gobierno destaca la posibilidad, al igual que ha sucedido en otras grandes capitales de Europa, de regular los precios del alquiler, un aspecto que conviene seguir de cerca.

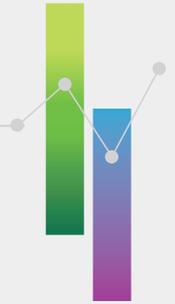
...Y COLABORACIÓN PÚBLICO/PRIVADA

La edad de emancipación de los jóvenes españoles según datos de Eurostat es de las más tardías de los países de la UE, motivado por el difícil acceso a la vivienda, tanto en compra como en alquiler. La tasa de esfuerzo de alquiler ha ido en aumento y según datos del Observatorio de Emancipación (Consejo de la Juventud), los menores de 30 años deben destinar más del 94% de su sueldo al pago del alquiler, el doble que hace diez años. Esto pone de manifiesto la necesidad de cambios legislativos que fomenten el desarrollo de vivienda accesible.

Ante la falta de suelo disponible, una de las vías que tiene más visos de ser impulsada será la colaboración público-privada (las Administraciones son los grandes tenedores de suelo en España). De hecho, en el número 17 de los objetivos marcados dentro del Plan 2030 del Gobierno de España se encuentra (Alianzas para lograr los objetivos) el fomentar y promover la colaboración de las esferas pública, público-privada y de la sociedad civil.

Existen diversas fórmulas de colaboración y estructuras que pasan por ejemplo por establecer un derecho real vía derechos de superficie al promotor privado, permutas, aportaciones o ayudas públicas que incentiven fiscalmente a los promotores, autopromotores y usuarios finales. Son una muestra de que hay opciones viables para que España se pueda dotar de un parque de viviendas adaptado a los diferentes niveles de riqueza de su población.

Uno de los mayores obstáculos es la complejidad en gestionar y alinear intereses entre las diferentes administraciones involucradas (central, autonómica y local). Se hace necesario un pacto común entre ellas a nivel nacional que establezca las bases y normativas para este tipo de promociones, con seguridad jurídica y mayor celeridad en la obtención de permisos y licencias vinculados a la gestión de suelo y edificación residencial.



AUGE DE TENDENCIAS EN LIVING

En 2020 veremos la expansión del *coliving* y el *senior living* como tendencia habitacional en principales ciudades como Madrid, Barcelona y otras grandes capitales de provincia con buenas comunicaciones. No obstante, la incertidumbre acerca de posibles cambios en la regulación y limitaciones de la normativa será una de las principales preocupaciones de los inversores.

Los *serviced apartments* continuarán creciendo. Cada vez son más las empresas que apuestan por apartamentos residenciales con servicios para ejecutivos. Para las empresas suele ser una opción más económica que los hoteles, no requieren licencia de alquiler turístico y a diferencia del alquiler tradicional, no hay una obligatoriedad de compromiso por siete años de contrato (de acuerdo al Real Decreto Ley 7/2019). Para los propietarios contar con un arrendatario no particular supone una vía de alquiler más segura.

Otra tendencia aún muy incipiente en España son las *branded residences*. Este concepto, de origen neoyorquino, en el que las principales firmas hoteleras destinan una parte de sus edificios a viviendas de lujo, cobrará mayor protagonismo.

TECNOLOGÍA, SOSTENIBILIDAD Y CONSTRUCCIÓN INDUSTRIALIZADA

La tecnología y digitalización avanzada en el hogar mantendrá su elevado ritmo de crecimiento en 2020. El control y análisis del dato, por un lado, aporta certidumbre en las inversiones y, por otro lado, esta digitalización aplicada a la gestión permite una optimización en el control de costes. La implementación de la digitalización basada en IoT ("*Internet of Things*") para edificios residenciales destinados al alquiler, genera una mayor rentabilidad para sus propietarios (vía reducción de opex y aumento de rentas).

Los términos de arquitectura sostenible e hipoteca verde cobrarán mayor relevancia. La mejora de las condiciones hipotecarias por criterios de certificación energética para una optimización de consumo son ya un hecho. Las entidades que ofrecen hipotecas verdes están aplicando bonificaciones entre 5 y 25 puntos básicos. Este tipo de préstamos más baratos, cuyo objetivo es promover inmuebles sostenibles y abaratar costes para el usuario, serán cada vez más demandado en el corto plazo.

La tendencia a la construcción industrializada, más extendida en tipología unifamiliar, se hará extensible a la vivienda en altura en 2020. La industrialización se inició en modular baños y cocinas pero ha evolucionado vía "construcción en módulos" y "paneles de hormigón y acero". Esta modalidad que permite reducir plazos de construcción tomará mayor relevancia en 2020.

CLAVES PRINCIPALES PARA EL 2020

- El mercado *multifamily & residencial* en España está entrando en una fase más madura del ciclo y tanto la demanda como el precio de la vivienda crecerán a un ritmo más contenido.
- Las operaciones de Build To Rent incrementarán el parque de vivienda en alquiler y el mercado inversor seguirá interesado en este sector en las principales capitales.
- Se impulsará la colaboración público/privada como medio para fomentar un mayor parque de vivienda accesible.
- Veremos un crecimiento de tendencias en living con desarrollos de *co-livings*, *senior living*, *branded residences* y *serviced apartments*.
- Auge de la tecnología, la construcción con criterios sostenibles - vía hipotecas verdes- y evolución de la construcción industrializada.



HOTELES

2020 MARCARÁ EL INICIO DE UN NUEVO CICLO TURÍSTICO Y HOTELERO

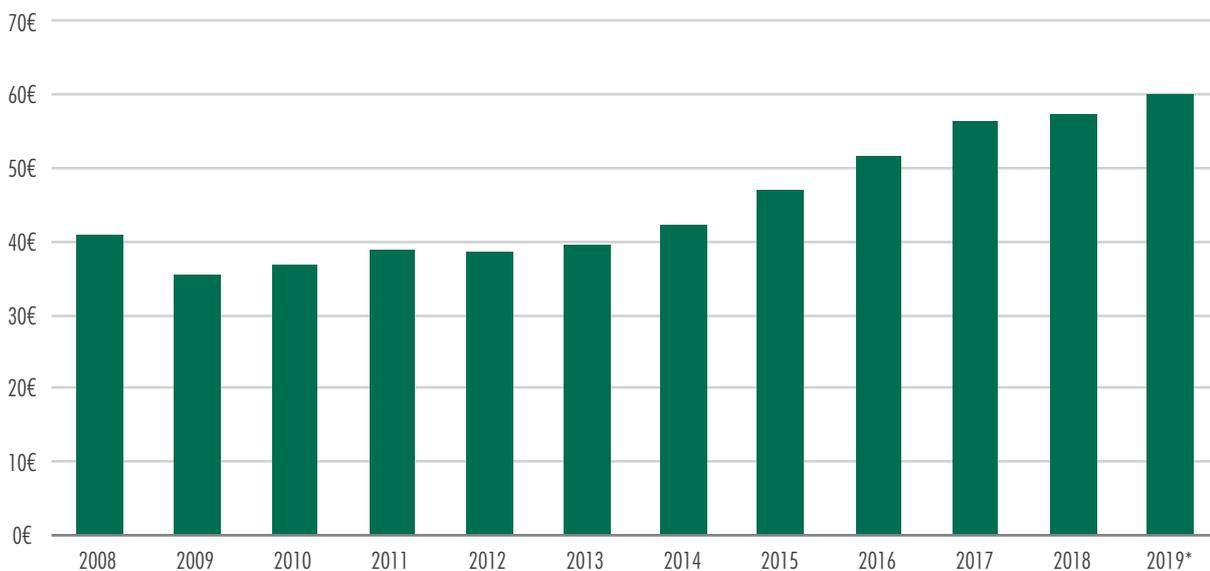
Tras varios años de intensos crecimientos en los que se han ido superando récords año tras año en prácticamente todos los indicadores, 2020 vendrá marcado por una vuelta a la “normalidad” turística y hotelera y marcará el inicio de un nuevo ciclo con nuevos desafíos.

Si bien el retorno a la normalidad era evidente ya para todos los actores del sector, lo cierto es que determinados acontecimientos sucedidos durante el 2019, y más concretamente durante la segunda mitad, no hacen sino confirmar un cambio de tendencia a lo largo de 2020. Hablamos de la quiebra de Thomas Cook, de la consolidada recuperación de los principales destinos competidores, la desaceleración de Alemania como mercado emisor, la incertidumbre en torno al Brexit, etc.

NUEVAS MARCAS INTERNACIONALES HARÁN SU DESEMBARCO EN ESPAÑA

A nivel hotelero, el 2020 se prevé como un año continuista para algunas de las tendencias ya iniciadas en años recientes. El crecimiento de la marca blanca de la mano de banderas internacionales, la consolidación de una estrategia *asset light* para cada vez más operadores (el 2020 podría ser testigo de más operaciones de S&L que en años anteriores), la expansión y profesionalización del sector de los *hostels*, todavía en fase muy inicial durante el 2019, el cada vez más elevado interés inversor por destinos secundarios que ofrecen mayores rentabilidades, el protagonismo cada vez mayor de España dentro de los planes de expansión de las marcas internacionales (veremos en 2020 nuevas marcas extranjeras todavía sin presencia en nuestro país); el plan de reformas hoteleras como plan de contención para un 2020 menos animado que el 2019; la hipersegmentación y desarrollo de los segmentos *economy*, *lifestyle* y *boutique*, etc.

GRÁFICO 12: EVOLUCIÓN DEL REVPAR - PROMEDIO ANUAL NACIONAL



Fuente: INE

*Promedio hasta noviembre de 2019



EXPANSIÓN DE NUEVOS FORMATOS Y AVANCE DE LA DIGITALIZACIÓN

En 2020 seremos testigos también de la expansión de formatos de alojamiento mixtos y disruptivos, como la mezcla de hotel y residencia de estudiantes, hoteles con zonas de *coworking*, alojamiento para larga estancia, etc. Los espacios de *Food&Beverage* seguirán concentrando cada vez más interés por parte de los operadores hoteleros, con la firma de acuerdos de colaboración con operadores experimentados, por ejemplo.

La digitalización y el *big data* también se incluirán como una línea de actuación principal en la agenda de 2020 de muchos operadores hoteleros.

EN 2020 SE INAUGURARÁN HOTELES DE SUPERLUJO EMBLEMÁTICOS

Para el sector hotelero de Madrid 2020 será también un año de gran relevancia, donde comenzarán a abrir algunos de los proyectos de lujo en fase final de construcción, como el Four Seasons o el Mandarin Oriental. Ello redundará positivamente en el performance de la ciudad, que volvió a vivir en 2019 un año de éxito. No obstante, el lujo no sólo llegará a destinos urbanos durante el 2020, sino también a mercados vacacionales como la Costa del Sol y las Islas Baleares.

ESPAÑA CONTINUARÁ SIENDO UNO DE LOS PRINCIPALES DESTINOS DE INVERSIÓN

Durante el año 2019 se transaccionaron activos por un total de casi 2.400 millones de euros, más de la mitad del volumen registrado en 2018 (4.900 millones). En lo relativo a inversión, si bien asistiremos al final de un ciclo y comienzo de otro, continúa en gran medida el interés inversor en España, que sigue situándose como uno de los principales destinos de inversión hotelera en Europa. Aunque el inversor continuará virando hacia un perfil más *core* y *core+*, seguirá habiendo compradores *value added* e incluso oportunistas interesados en invertir en el sector hotelero español, si bien las oportunidades serán más escasas que en años anteriores por lo que el interés en mercados alternativos, como Grecia y Portugal es creciente.

Algunos factores específicos del sector hotelero que favorecerán la actividad transaccional en España son el relevo generacional al que asistimos, y que creará nuevas oportunidades de adquisición, el elevado interés de los mercados urbanos, a diferencia de años anteriores), un menor performance que podría rebajar las expectativas de los propietarios ajustando el precio y motivando la inversión, acuerdos marco alcanzados en 2019 entre algunos grupos (Excem y KKR, Azora y Palladium...) y la posibilidad de adquirir portfolios *core* (algunos actualmente en proceso de venta).

CLAVES PRINCIPALES PARA EL 2020

- El 2020 marcará el inicio de un nuevo ciclo, tras varios años de gran crecimiento del sector. Varios factores indican una vuelta a la normalidad turística y hotelera.
- La finalización de proyectos actualmente en construcción añadirá nuevos hoteles de lujo en Madrid capital, la Costa del Sol y Baleares.
- Si bien España se mantendrá como uno de los destinos más atractivos para inversores, la falta de oportunidades para invertir será determinante.



MERCADOS ESPECIALIZADOS

AUGE DEL SECTOR ALTERNATIVO EN 2020

A lo largo de 2019 el conjunto de los sectores alternativos se ha posicionado como uno de los segmentos con mayor atractivo para la inversión, tanto internacional como nacional. Esta tipología de activos han experimentado crecimientos relevantes en volúmenes de inversión como consecuencia de la evolución socio-demográfica, las nuevas necesidades de la sociedad y las rentabilidades atractivas que ofrecen respecto a los productos tradicionales.

De cara a 2020 se observará un crecimiento sostenido en la inversión en este sector.

RESIDENCIAS DE ESTUDIANTES: CONTINUARÁ EL DESEQUILIBRIO ENTRE OFERTA Y DEMANDA

Dentro del sector educativo las residencias de estudiantes han sido a lo largo de los últimos años el segmento que mayor atractivo ha presentado en un contexto de una demanda sólida y un sistema educativo de calidad.

El déficit de camas en España sigue latente (1,6 millones de estudiantes y tan sólo 93.000 camas) con un ratio de cobertura del 6%. Si calculamos este ratio en base al número de estudiantes con necesidad de alojamiento, el ratio asciende a tan sólo el 19%. Según datos de CBRE, de cara a 2022 y teniendo en cuenta el pipeline de aquí a dos años, no se espera un ratio superior al 22%, por tanto, sigue habiendo una necesidad real de camas en nuestro país.

El volumen de inversión en 2019 en España en residencias de estudiantes se situó en torno a los 500 millones de euros, con operaciones destacadas como la JV entre GSA y Harrison Street o la compra de la residencia de estudiantes Leonardo da Vinci por parte de Xior. Cuantía notablemente superior a la registrada el año anterior (de alrededor de los 300 millones de euros), lo que pone de manifiesto el incremento del apetito inversor por este tipo de activos y apunta a una tendencia alcista para 2020.

Observaremos continuidad en las estrategias de JV entre inversores y operadores internacionales para el desarrollo de portfolios para residencias de estudiantes mediante la adquisición de suelo y desarrollo de nuevos activos.

La falta de plataformas operativas en venta ha hecho que los *players* de residencias de estudiantes hayan ido creando sus carteras y desarrollando/adquiriendo activos uno a uno. Se espera que la compra de suelos para desarrollo continúe, aunque debido a la cantidad de desarrollos en marcha y al incremento del precio de suelos con uso dotacional, cada vez será más necesario hacer el análisis exhaustivo del micro-mercado.

De cara a 2020 se prevé que empiecen a ser más frecuentes las transacciones de portfolios, provocando una entrada de inversores con perfil *core/core plus*, atraídos por el flujo de ingresos estable de este tipo de activos y el menor riesgo urbanístico de activos ya construidos y/o operativos. Si bien es cierto que a finales de 2019 se han producido algunas transacciones de este tipo (The Loftown o el portfolio de Corestate), se espera que tanto el número de transacciones como la cantidad de activos que engloben las mismas se intensifiquen en 2020.

La actividad inversora se concentrará fundamentalmente en zonas cercanas a campus universitarios o en el centro de ciudades Tier I (Madrid y Barcelona) y Tier II (Valencia, Sevilla, Granada, Málaga y Bilbao), por su alto número de estudiantes y su poder adquisitivo. La actividad en estas zonas ha impulsado al alza el precio de suelo dotacional y los costes de construcción. Aquellos activos que no se adapten a los estándares de calidad que ofrecen las residencias modernas verán resentidos sus índices de ocupación. Asimismo, las zonas en las que se proyectan gran cantidad de nuevos proyectos experimentarán una elevada competencia. La diferenciación en ubicación y servicios ofrecidos determinará la ocupación y rentabilidad. No obstante, está empezando a incrementarse el interés por ciudades Tier III como solución a la elevada competencia en ciudades más prime y el incremento de precios en las mismas.

SANIDAD - RESIDENCIAS DE LA TERCERA EDAD: AUMENTARÁN LAS OPERACIONES DE ACTIVOS TERMINADOS COMO DE SUELOS

El impacto del envejecimiento de la población en España va a ser muy relevante durante los próximos años. El descenso prolongado de la natalidad y el aumento de la esperanza de vida están transformando la estructura de la pirámide poblacional.

Conforme a datos del Instituto Nacional de Estadística, el porcentaje de población mayor de 65 años (actualmente un 19,2%) alcanzará el 25,2% en 2033. La población centenaria (actualmente 11.248 personas) será de 46.366 dentro de 15 años. Este factor, unido al déficit de camas (actualmente la necesidad se cifra en 70.000 camas/año) en España unido al ratio de cobertura aconsejado por la OMS (5% cuando en España se sitúa en el 4,3%) y la escasez de oferta en el mercado harán crecer las operaciones tanto de residencias de la tercera edad como de suelo para desarrollar nuevos proyectos en 2020. Según previsiones de CBRE para 2030 se necesitarán 200.000 camas adicionales y para 2050 en el entorno de las 400.000.

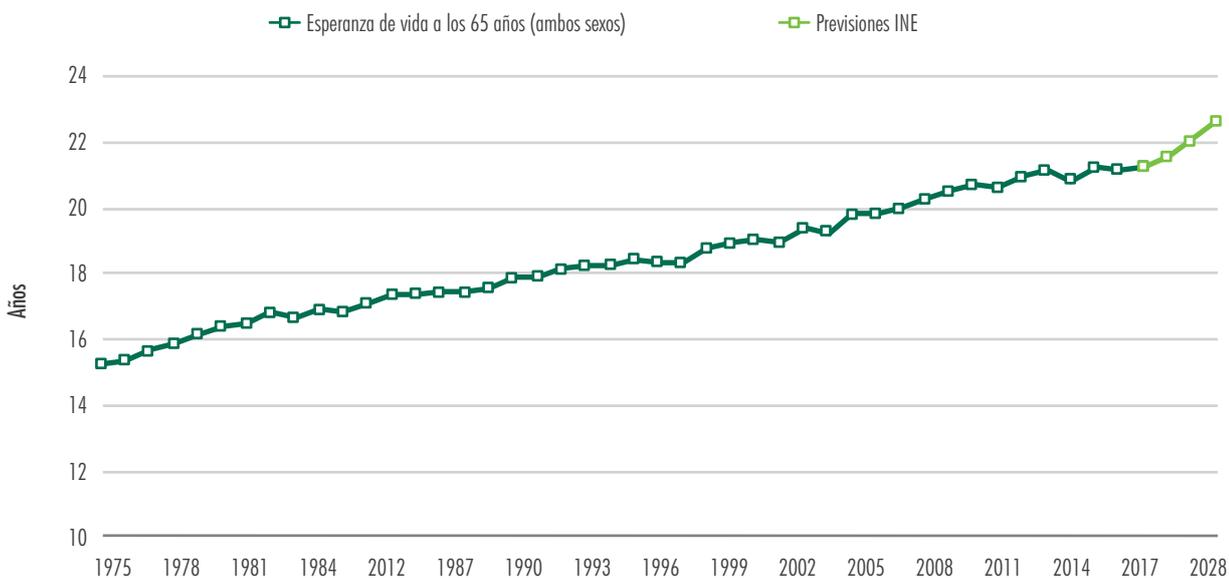
Mientras que la proporción de personas en edad laboral está reduciéndose el número de personas jubiladas está aumentando, lo que pone bajo cuestión el actual sistema.

A partir de enero de 2020 serán necesarios 36 años cotizados para alcanzar el 100% de la pensión, frente a los 35 años y 6 meses requeridos entre 2013-2019. No podemos obviar la cuestión de las pensiones, un desafío para el ahorro a largo plazo. Uno de los retos será trabajar en la mejora del acceso a la población con rentas medias a residencias de calidad.

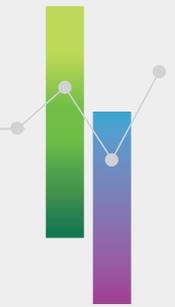
De acuerdo a datos de CBRE, a lo largo de los próximos 3 años se estima que la oferta de camas en residencias de la tercera edad aumente y se vayan a desarrollar entre 30 y 40.000 camas nuevas.

Destacan las operaciones corporativas acontecidas en los últimos años, como ha sido el caso reciente de la empresa francesa Korian con la compra de Grupo 5, Seniors y Omega de cara a posicionarse en España como un operador más relevante. Este mercado continúa siendo muy atomizado, no obstante, los grandes operadores mantendrán estrategias de expansión que se traducirán en más casos de operaciones corporativas a lo largo del 2020.

GRÁFICO 13. ESPERANZA DE VIDA EN ESPAÑA A PARTIR DE LOS 65 AÑOS



Fuente: CBRE a partir de INE



Se crearán nuevos vehículos para invertir en este segmento (un ejemplo en 2019 fue Azora con más de 100 millones de euros) mediante acuerdos de JV entre inversores y grandes operadores internacionales que buscarán, además de optimizar costes, la captación rápida de cuota de mercado mediante compra de portfolios.

Otra de las tendencias será la segmentación de centros para la tercera edad, poniendo foco en fórmulas para monetizar ahorros en real estate (ejemplo aplicado por Almagro Capital), lo que permitirá a las personas de la tercera edad complementar su pensión y continuar gozando del poder adquisitivo de años anteriores. Por otra parte los senior resorts serán tendencia en el medio plazo. Es evidente que España resulta atractiva para la población no dependiente en edad de jubilación del norte de Europa, gracias al clima, cultura y precios competitivos. Algo que se traducirá en un incremento de la demanda y, en consecuencia, de la actividad inversora.

SANIDAD - HOSPITALES: MÁS OPERACIONES DE SALE & LEASEBACK

En 2019 se registraron operaciones de compraventa de hospitales entre las que destacó la primera operación de sale & leaseback en el mercado hospitalario en España. MPT (Medical Properties Trust), uno de los principales REITs hospitalarios del mundo, ha entrado como socio mediante la compra de una

participación de las sociedades dueñas de los activos de HM Sanchinarro y HM Torrelozones. HM Hospitales continuará como operador firmando un contrato de arrendamiento con los nuevos socios.

En 2020 se esperan más operaciones de este tipo que permitan a los operadores centrarse en su actividad y levantar capital para su expansión.

OTROS SECTORES

Además de los sectores ya mencionados, el sector educativo es uno de los que mayor protagonismo está ganando (colegios y universidades). Durante los últimos años, hemos visto la entrada de grandes private equities como Permira con la compra de la Universidad Europea, CVC con la compra de la Universidad Alfonso X El Sabio o el crecimiento de Warbug Pincus con la compra de los colegios privados King's College.

Hay otros sectores también ligados a megatendencias, como los gimnasios, en el que se han llevado a cabo muchas operaciones de consolidación recientemente; y otros que aun están en una fase de institucionalización más recientes, como los trasteros.

CLAVES PRINCIPALES PARA EL 2020

- Los grandes inversores institucionales y fondos continuarán interesados en este sector, principalmente en residencias de estudiantes y sectores healthcare.
- La consolidación de estos sectores todavía atomizados y poco maduros, continuará siendo tendencia con fusiones y adquisiciones de operadores que buscan incrementar su cuota de mercado.
- Las transacciones de portfolios de activos se incrementarán y provocarán la entrada de inversores de tipología core / core +.
- Ante la falta de producto, las adquisiciones de suelo para nuevos desarrollos así como las rehabilitaciones de activos seguirán teniendo lugar en estos sectores.

CENTROS DE DATOS

INTRODUCCIÓN

Un centro de datos (CPD) es un edificio dedicado al alojamiento de equipos informáticos, como servidores, junto con otros componentes como telecomunicaciones, redes y sistemas de almacenamiento. Parámetros clave como la disponibilidad energética y la conectividad son algunos de los criterios de selección para esta tipología de activo. El sector de los CPD se mide por megavatios de capacidad de carga de TI (MW) desarrollada, y posteriormente alquilada, en el mercado de colocación (operadores).

UNA CRECIENTE DEMANDA ACELERA LA ACTIVIDAD EN EUROPA Y EN ESPAÑA

La tipología de los nuevos desarrollos de centros de datos en Europa cambiará en 2020. Para satisfacer las crecientes demandas de los usuarios se están construyendo nuevos centros de datos con mayores capacidades. CBRE calcula que 64MW nuevos se añadirán en los mercados FLAP (Frankfurt, Londres, Amsterdam y París) durante 2020, equivalente a un aumento del 15% del stock actual de estos mercados.

La visión sobre el mercado español ha cambiado, especialmente en Madrid y Barcelona, donde los grandes demandantes han comenzado a buscar más capacidad, lo que incita los operadores a posicionarse. En consecuencia, los operadores de centros de datos ahora también buscan establecerse en el mercado o expandirse, si ya lo están, como es el caso de Interxion, con la apertura de su tercer centro de datos en Madrid (MAD3). Con este fin, las empresas de colocación (como Data4) han iniciado sus proyectos en la capital mientras que AWS (Amazon Web Services) anunció el pasado mes de octubre que desarrollará nuevos centros de datos en la provincia de Zaragoza. Estos nuevos proyectos de colocación combinados agregarán 19MW de nueva capacidad al mercado de Madrid, lo que equivale a un aumento del 18% del stock existente.

Los principales factores que están aumentando la actividad son la limitada capacidad TI disponible, el tamaño medio de las demandas y número creciente de clientes. Los operadores de centros de datos que llegan al mercado ahora contemplan oportunidades que pueden acomodar capacidades de entre 20MW y 50MW.

LA ESCASEZ DE SUELO ES UNO DE LOS GRANDES DESAFÍOS

Este fuerte crecimiento previsto para 2020 tendrá sus desafíos. La disponibilidad de suelo en las principales ciudades, Madrid y Barcelona, próximos a grandes centros de producción energética (alto voltaje) y rutas de fibra es extremadamente limitada. Estos dos factores críticos, junto con las problemáticas urbanísticas y la necesidad de limitar riesgos (evitar zonas inundables proximidad a aeropuertos, etc.), son algunos de los frenos al desarrollo de nuevos centros de datos.

Estas barreras de entrada obliga en algunos casos a los promotores de centros de datos a competir por precio en las limitadas oportunidades de suelo existentes que cumplen todos los requisitos.

CRECIENTE NÚMERO DE INVERSORES EN UN SECTOR EN AUGE

La actividad de M&A en 2019 se caracterizó por un intenso proceso de consolidación del sector. Como punto culminante de esta actividad destacamos la compra de Interxion por un importe de \$8.400 millones por parte de Digital Realty. En España, el grupo de inversión Asterion Industrial Partners completó la adquisición de la plataforma de centro de datos de Telefónica (11 centros de datos en 7 países diferentes).

Las positivas perspectivas del sector en la parte ocupacional para 2020 continuará atrayendo todo tipo de capital al sector, institucional y privado, que competirán por las mismas oportunidades. Al mismo tiempo, anticipamos la llegada de nuevos inversores al mercado en 2020.



CONTACTOS - CBRE RESEARCH ESPAÑA

Lola Martínez Brioso

Directora Nacional
Departamento Research
+34 608 001 266 lola.martinez@cbre.com

Jaume Masip-Tresserra, Ph.D., Ph.D.

Head of Forecasting & Analytics
+34 627 588 609
jaume.masip@cbre.com

Concepción Minguéz

Analista Senior I&L
+34 626 456 129
concepcion.minguez@cbre.com

Alberto Román

Analista Senior Oficinas
+34 607 189 001
alberto.roman@cbre.com

Erik Jan Buikema

Analista Senior Retail
Departamento Research
+34 678 647 739
erikjan.buikema@cbre.com

Miriam Goicoechea

Analista Senior Residencial, Multifamily
& Mercados Especializados
+34 607 098 266
miriam.goicoechea@cbre.com

Para saber más de CBRE Research, y para acceder a otros informes de mercado, puede visitar la página web "Global Research Gateway":

cbre.com/research.

Information contained herein, including projections, has been obtained from sources believed to be reliable. While we do not doubt its accuracy, we have not verified it and make no guarantee, warranty or representation about it. It is your responsibility to confirm independently its accuracy and completeness. This information is presented exclusively for use by CBRE clients and professionals and all rights to the material are reserved and cannot be reproduced without prior written permission of CBRE.





CURSO/GUÍA PRÁCTICA DEL INVERSOR INMOBILIARIO

**Desde el inversor inmobiliario particular
al gran fondo**





Índice

¿QUÉ APRENDERÁ?	17
Introducción. Las ventajas de la inversión inmobiliaria directa frente a otras clases de inversión.	18
1. Diferencias entre la inversión inmobiliaria y la inversión en activos financieros como deuda pública.	18
a. <i>Transparencia</i> de la bolsa vs valoraciones inmobiliarias.	18
b. <i>Liquidez</i> de la bolsa vs iliquidez de los activos inmobiliarios.	18
c. <i>Costes de transacción</i> más costosos en las ventas inmobiliarias.	19
d. <i>Costes de gestión de activos (asset management)</i>	19
e. <i>Rentabilidad</i> bolsa vs rentabilidad inmobiliaria.	19
f. <i>Volatilidad</i>	20
2. ¿Por qué invertir en inmobiliario?	20
a. <i>Diversificación del riesgo.</i>	20
b. <i>Rentas recurrentes.</i>	20
c. <i>Apreciación.</i>	20
d. <i>Inflación.</i>	20
e. <i>Financiación.</i>	21
f. <i>Gestión del activo (asset management).</i>	21
3. Adquisición directa o indirecta de inmuebles.	21
a. <i>Vehículos de inversión inmobiliaria.</i>	21
b. <i>Tenencia directa de bienes inmobiliarios</i>	21
c. <i>Adquisición de acciones de empresas inmobiliarias cotizadas</i>	22
d. <i>Vehículos de inversión colectiva</i>	22
<i>Fondos inmobiliarios</i>	23
<i>Fondos mobiliarios del sector inmobiliario.</i>	23
<i>Real estate investment trusts (REIT) y SOCIMIs</i>	23
<i>Productos derivados (property derivative) del sector inmobiliario basados en índices.</i>	23
PARTE PRIMERA	25
El inversor inmobiliario particular.	25
Capítulo 1. El inversor inmobiliario que compra un piso para alquilarlo. Fase de selección de pisos para alquilar.	25
1. ¿En qué se fija un inversor inmobiliario?	25
Ascensor	26
Garaje	26
Ruidos	26
Número de habitaciones	26
Superficie. Metros cuadrados (útiles vs construidos)	27
Precaución con los metros de terrazas y armarios empotrados.	27
Distribución	27
Los metros de pasillo	27
Orientación	28
Fachada exterior	28
Ventanas	29
Puertas	29
Antigüedad de los edificios.	29
Viviendas a reformar	29
Certificado energético	29
2. Lo que debe saber de los agentes y portales inmobiliarios si quiere invertir en inmuebles para alquilar.	31



a. Al acabar la visita: me quedo porque ahora mismo viene un cliente muy interesado en el piso.	31
b. Ver el número de favoritos en los portales inmobiliarios.	31
c. El tiempo que lleva en venta. La referencia de los portales de internet.	31
TALLER DE TRABAJO	33
Casos prácticos para el pequeño inversor inmobiliario. Ventajas y desventajas de invertir en inmuebles para alquilar.	33
1. Desventajas de invertir en inmuebles para alquilar	33
a. Lleva tiempo recuperar la inversión. El inmueble no tiene liquidez inmediata.	33
b. Recuperación de la inversión. Ej. 120.000 € en comprar una vivienda. 600 €. 17 años en recuperar la inversión.	33
c. Dificultades para alquilar con garantías. No se gana y se gasta (impuestos, comunidad, etc.)	33
2. Ventajas de invertir en inmuebles para alquilar	34
a. Alquilar es más fácil que vender y es más rápido.	34
b. Ingresos regulares.	34
TALLER DE TRABAJO	35
Caso práctico. ¿Cómo se calcula la rentabilidad de un alquiler?	35
1. La fórmula que no falla.	35
2. ¿Qué rentabilidad es adecuada?	35
3. Ejemplos de rentabilidades por alquiler.	36
a. Rentabilidad de la vivienda	36
b. Rentabilidad de los locales comerciales	36
c. Rentabilidad de las oficinas	36
d. Rentabilidad de los garajes	37
TALLER DE TRABAJO	38
Incentivos a la inversión inmobiliaria: inversión inmobiliaria a cambio de nacionalidad.	38
1. Visado de residencia para inversores. La inversión inmobiliaria a cambio de la nacionalidad española (GOLDEN VISA).	38
2. Autorización de residencia para inversores	39
TALLER DE TRABAJO	46
La vía mixta del alquiler garantizado o lease back inmobiliario para particulares.	46
La vía mixta para propietarios: cobrar una cantidad a la firma del contrato de venta más unas rentas mensuales.	46
PARTE SEGUNDA	47
Fiscalidad del alquiler por inversores inmobiliarios.	47
Capítulo 2. Impuesto de la renta de las personas físicas. IRPF.	47
1. Impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF)	47
2. Rendimientos del capital inmobiliario	47
a. Cómputo de los rendimientos íntegros	48
b. Gastos deducibles	48
3. Imputación de rentas inmobiliarias.	49
4. Reducciones	50
TALLER DE TRABAJO	51
Gastos deducibles y no deducibles en el IRPF por el alquiler de vivienda.	51



1. Gastos deducibles	51
a. Intereses y demás gastos de financiación	51
b. Conservación y reparación	52
c. Tributos y recargos no estatales	52
d. Saldos de dudoso cobro	53
e. Cantidades destinadas a la amortización del inmueble.	53
f. Compensación para contratos de arrendamiento anteriores a 9 de mayo de 1985	54
2. Gastos no deducibles	55
TALLER DE TRABAJO	56
¿Cómo declarar los ingresos del alquiler turístico?	56
1. ¿Qué es una vivienda vacacional a efectos fiscales?	56
2. Impedimentos para desgravaciones por vivienda habitual.	56
3. Las deducciones para el período en que la vivienda vacacional está alquilada.	56
4. ¿Cómo declarar los días alquilados?	57
5. ¿Cómo declarar por los días que no ha estado alquilada?	57
6. Inspecciones y declaraciones paralelas por no declaración de las viviendas vacacionales.	57
TALLER DE TRABAJO	58
¿Qué se consideran "rendimientos del capital inmobiliario"?	58
1. ¿Qué se consideran "rendimientos del capital inmobiliario"?	58
2. ¿Cómo se determina el rendimiento neto del capital inmobiliario?	58
3. ¿Qué gastos son deducibles?	59
4. ¿Qué reducciones son aplicables a los rendimientos netos?	59
a. Reducción general	59
b. Reducción especial	60
5. Las retenciones en los rendimientos de capital inmobiliario	60
6. Dación en pago.	60
TALLER DE TRABAJO	64
Rendimientos inmobiliarios en el IRPF. Casos prácticos.	64
1. Arrendamiento de inmueble como rendimiento del capital inmobiliario	64
2. Subarrendamiento	65
3. Arrendamiento de negocios o minas	65
4. Indemnización por resolución anticipada del contrato de arrendamiento	65
5. Inmueble con uso o destino simultáneo en el mismo periodo (arrendado y a disposición de sus titulares)	65
6. El arrendamiento de elementos comunes de un edificio	66
TALLER DE TRABAJO	67
Fiscalidad de las SOCIMIs	67
1. Régimen fiscal especial aplicable a las SOCIMIs en el Impuesto sobre Sociedades ("IS").	67
2. Fiscalidad de los inversores en acciones de las SOCIMIs.	69
a. Imposición directa sobre los rendimientos generados por la tenencia de las acciones de las SOCIMIs	69



(i) Inversor sujeto pasivo del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas ("IRPF")	69
(ii) Inversor sujeto pasivo del IS o del Impuesto sobre la Renta de no Residentes ("IRNR") con establecimiento permanente ("EP")	70
(iii) Inversor sujeto pasivo del IRNR sin EP	70
b. Imposición directa sobre las rentas generadas por la transmisión de las acciones de las SOCIMIs.	71
(i) Inversor sujeto pasivo del IRPF.	71
(ii) Inversor sujeto pasivo del IS y del IRNR con EP	72
(iii) Inversor sujeto pasivo del IRNR sin EP	72
3. Imposición sobre el patrimonio ("IP")	73
4. Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones ("ISD")	74
5. Imposición indirecta en la adquisición y transmisión de las acciones de las SOCIMIs	75
PARTE TERCERA	76
Inversión inmobiliaria a través de sociedades interpuestas.	76
Capítulo 3. La entidad patrimonial de mera tenencia de inmuebles y de alquiler de inmuebles.	76
1. El concepto de entidad patrimonial en la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.	76
¿Qué es una sociedad patrimonial?	77
a. Concepto de entidad patrimonial.	77
b. Definición del concepto de actividad económica y el concepto de entidad patrimonial.	78
2. Requisitos de una sociedad patrimonial	79
3. Clases y ejemplos de sociedades patrimoniales	80
a. Entidad patrimonial de mera tenencia de inmuebles.	80
b. Entidad patrimonial de alquiler de inmuebles, sin personal empleado con contrato laboral y jornada completa.	80
c. Entidad patrimonial de tenencia de valores	80
d. Entidad NO patrimonial de alquiler de inmuebles	80
e. Entidad NO patrimonial que posee participaciones en capital de otras sociedades.	81
f. Entidad NO patrimonial que posee participaciones en el capital social de otras sociedades (grupo de empresas).	81
4. Ventajas y desventajas de una sociedad patrimonial inmobiliaria.	81
a. Ventajas	82
Si el inmueble no genera rendimiento y no hay autoalquiler. Ahorro de la imputación por renta inmobiliaria de segundas residencias en el IRPF.	82
Renuncia a la exención del IVA en caso de compras de inmuebles de segunda transmisión.	82
b. Desventajas	82
Contratar a un empleado a tiempo completo.	82
No son aplicables los incentivos fiscales de las entidades de reducida dimensión (ERD)	82
No gozan de exención en el Impuesto sobre el Patrimonio ni tampoco gozan de bonificación en el impuesto de Sucesiones y Donaciones al transmitirse las acciones a los herederos.	82
No se aplican las reducciones por ingresos por arrendamiento previstos en el IRPF.	83
5. El caso de la actividad económica en el arrendamiento de inmuebles.	83
TALLER DE TRABAJO	85
El concepto de Sociedad Patrimonial. (Entidad patrimonial de mera tenencia de inmuebles. Entidad patrimonial de alquiler de inmuebles, sin organización mínima. Sociedad que posee exclusivamente inmuebles que alquila, sin ningún medio personal. Entidad no patrimonial de alquiler de inmuebles).	85
TALLER DE TRABAJO	87



Ejemplos de entidades patrimoniales y no patrimoniales	87
Entidad patrimonial de mera tenencia de inmuebles.	87
Entidad patrimonial de alquiler de inmuebles, sin organización mínima.	87
Entidad no patrimonial de alquiler de inmuebles.	87
Sociedad que posee exclusivamente inmuebles que alquila, con medios personales.	87
Sociedad de alquiler de inmuebles en un grupo de sociedades.	87
Entidad patrimonial de mera tenencia de valores.	87
TALLER DE TRABAJO	89
El debate sobre la no tributación en España de la transmisión de entidades explotadoras de inmuebles por socios no residentes	89
Capítulo 4. Entidades dedicadas al arrendamiento de viviendas.	93
Entidades dedicadas al arrendamiento de viviendas. Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.	93
1. Requisitos principales del régimen.	94
2. Caso práctico. Ejemplo de rentabilidad.	95
3. Régimen legal. Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del impuesto sobre sociedades.	95
Entidades dedicadas al arrendamiento de vivienda	95
Ámbito de aplicación.	95
Bonificaciones.	97
TALLER DE TRABAJO	99
Régimen especial del Impuesto sobre Sociedades para empresas dedicadas al arrendamiento de viviendas.	99
1. Hasta una bonificación del 85% en la cuota del impuesto de sociedades, es decir, tributación a un tipo efectivo del 3,75%.	99
2. Requisitos en la constitución y comunicación a la Agencia Tributaria.	99
3. Requisitos de contabilidad separada por cada vivienda.	99
4. Requisitos en el número de viviendas en alquiler y plazos de alquiler.	100
PARTE CUARTA	102
Los 'family office' inmobiliarios.	102
Capítulo 5. Los 'family office' inmobiliarios.	102
TALLER DE TRABAJO	102
Los 'family office' inmobiliarios. Ejemplo de sociedad patrimonial especializada en inmuebles en renta.	102
TALLER DE TRABAJO	107
Esquemas de Family Office. Compañía privada que gestiona las inversiones (en este caso, inmobiliarias) de una familia.	107
TALLER DE TRABAJO	122
Esquema de 'family office' inmobiliario.	122
1. Concepto de family office.	122
2. Objetivo de un family office inmobiliario.	123
a. Protección del patrimonio.	123
Planificación sucesoria	123
Mejora de costes de gestión.	123
Profesionalización	123



Especialización	123
Implementación y optimización de la estructura patrimonial.	123
b. Gestión del Patrimonio inmobiliario.	123
Selecciones de gestores profesionales.	123
Inversión en activos inmobiliarios.	123
Definición del perfil de riesgo.	123
3. Clases de family offices inmobiliarios.	124
4. Estructuras y organigramas.	127
5. Gestión de carteras.	128
6. Financiación de las family offices inmobiliarias.	132
7. Servicios inmobiliarios de una family office inmobiliario y ejemplos en edificios.	133
TALLER DE TRABAJO	143
Ejemplos de family offices en España.	156
Pontegadea (Family office de Amancio Ortega), Rosp Corunna (Family office de Rosalía Mera), Casa Grande de Cartagena (familia Del Pino), Bestinver (familia Entrecanales), Inveravente (Manuel Jove), Omega Capital (Alicia Kolowitz), March Gestión (familia March), Corporación Exea (familia Puig), Grupo Landon (familia Gallardo), Lafont (familia Carulla), Nefinsa (familia Serratosa), Bernat Family Office (BFO)(familia Bernat), Grupo Quercus (familia Carulla), Hemisferio (familia Lara), Libertas 7 (familia Noguera), etc.	156
PARTE QUINTA	175
Rentabilizar el patrimonio inmobiliario.	175
Capítulo 6. Estrategias inmobiliarias directas o indirectas (vehículos inversores interpuestos).	175
1. La flexibilidad de la inversión indirecta (vehículos inversores interpuestos)	175
2. Inversión inmobiliaria en función de la localización y el desarrollo urbanístico necesario.	176
3. Inversión inmobiliaria en función del Project finance y el nivel de riesgo.	176
TALLER DE TRABAJO	179
¿Cómo invertir en bienes inmuebles?	179
1. Comprar el inmueble o las acciones de la sociedad propietaria del inmueble.	179
a. Adquisición directa o indirecta (por sociedad interpuesta) del inmueble.	179
b. Precauciones cuando una sociedad cotiza en bolsa.	179
c. La venta de las subsidiarias propietarias del inmueble. La cadena de subsidiarias hasta llegar a la propiedad del inmueble. Artículo 314 de la Ley del Mercado de Valores.	180
d. SPV <Special Purpose Vehicle (SPV) (Sociedad vehículo) o aportación del inmueble a la Joint Venture (sociedad conjunta entre inversor y promotor inmobiliario).	181
e. Forward Purchase y Forward Funding	181
2. El proceso de inversión en bienes inmuebles en las transacciones de fusión y adquisición (M&A).	181
a. Carta de intenciones (letter of intent - LoI)	181
b. Memorandos de entendimiento (memorandum of understanding MoU) o protocolo de acuerdo (Heads of Terms (HoT)).	182
c. Acuerdos de confidencialidad (Non Disclosure Agreement. NDA).	182
d. Data Room (acopio de información). Documento de preguntas y respuestas (Q&A).	182
e. Due Diligence inmobiliaria.	182
f. Oferta NO vinculante (Non-Binding. Offer - NBO)	183
Objeto	184
Perfil del comprador	184
Estructura de la Operación	184
Valoración de la sociedad objeto de adquisición	184



Condiciones de la oferta _____	184
Asunción de la oferta _____	185
Exclusividad _____	185
Confidencialidad _____	185
Período de validez de la oferta _____	185
Disposiciones vinculantes _____	185
Fuero _____	185
Costes y gastos _____	185
g. Oferta vinculante (binding offer BO). _____	186
h. Declaraciones y garantías (Representations and warranties ("R&W")) _____	187
TALLER DE TRABAJO _____	189
La inversión inmobiliaria de las aseguradoras. _____	189
Las compañías de seguros prefieren invertir en inmuebles de forma directa o a través de vehículos de inversión creador por ellas mismas, en lugar de utilizar Socimis, debido a que el consumo de fondos propios que les impone Solvencia II es del 25% de la tasación del inmueble en la compra directa mientras que es del 49% del valor de lo invertido en renta variable. 189	
Capítulo 7. Prima de riesgo de las rentabilidades inmobiliarias. _____	192
1. Prima de riesgo de las rentabilidades inmobiliarias (variables: impago de rentas, desocupación, depreciación y remodelación). _____	192
2. Prima de riesgos de centros comerciales (el problema de la renta variable – cíclico). _____	193
3. Prima de riesgo del sector hotelero. _____	194
4. Prima de riesgo de inversión residencial (vivienda en alquiler). _____	195
5. Prima de riesgo de oficinas (mercado cíclico). _____	196
6. Prima de riesgos de suelo industrial (polígonos industriales y logísticos). _____	197
7. Prima de riesgos de garajes y aparcamientos. _____	199
TALLER DE TRABAJO _____	201
Inversión en activos inmobiliarios en base a su rentabilidad. ¿Qué es y cómo se calcula el cash flow de inversión inmobiliaria? _____	201
1. ¿Qué es y cómo se calcula el cash flow de inversión inmobiliaria? _____	201
2. Las tres herramientas (payback, VAN y TIR) de valoración de los proyectos inmobiliarios. _____	202
a. El plazo de recuperación o payback _____	202
b. El VAN (Valor Actual Neto) _____	202
c. El TIR (Tasa de Retorno de la Inversión) _____	203
3. Ejemplo de valoración de activos inmobiliarios en base a su rentabilidad _____	204
Planificación _____	204
Ubicación _____	205
Tasa de financiación (Prima de Riesgo mínima establecida en la Orden ECO 805/2003. Rentabilidad mínima a considerar para cada tipología de edificación). _____	205
TIRaR S (TIR en riesgos sistemáticos) _____	205
Tasa libre de riesgo (independiente del mercado inmobiliario). _____	205
Tasa de reinversión. _____	206
Costes de explotación. _____	206
TALLER DE TRABAJO _____	219
El yield prime en la inversión inmobiliaria _____	219
1. El yield proporciona información referente a la rentabilidad del inmueble. _____	219
El yield bruto (gross yield) _____	219
El yield neto (net yield) _____	219



El yield inicial (initial yield) _____	219
El yield de salida (exit yield) _____	220
El yield teórico y el yield real _____	220
2. Los inmuebles con yields más elevados deberían ser los de mayor riesgo. _____	220
TALLER DE TRABAJO _____	221
Cap Rate (Tasa de capitalización) y el efecto que podría tener una subida de tipos sobre el valor de los activos inmobiliarios. _____	221
1. El Cap Rate (tasa de capitalización) es una medida de valoración de bienes inmuebles que se utiliza para comparar diferentes inversiones en bienes inmuebles. _____	221
• La tasa de capitalización simplemente representa el rendimiento de una propiedad en un horizonte temporal de un año, suponiendo que la propiedad se compre en efectivo y no en préstamo. _____	221
• La tasa de capitalización indica la tasa de retorno intrínseca, natural y no apalancada de la propiedad. _____	221
• Con el dato del Cap Rate es sencillo poder saber el importe de flujo mensual que generará una propiedad en relación a su precio de venta. _____	222
2. Fórmula básica del Cap Rate (tasa de capitalización) _____	223
3. Utilización del Cap Rate para valoración inmobiliaria. _____	224
4. Ingreso de operación neto (NOI <Net Operating Income (NOI)>). _____	224
5. Utilización del Cap Rate para la comparación como herramienta de inversores inmobiliarios. _____	225
6. Factores de Determinación del Cap Rate. _____	225
El coste de oportunidad del capital, las expectativas de crecimiento y el riesgo. _____	225
La principal fuente de ingresos en bienes inmuebles comerciales es el alquiler. _____	226
7. Ejemplos de aplicación de las fórmulas de cálculo del Cap Rate. _____	226
TALLER DE TRABAJO _____	231
Debt Service Coverage Ratio (DSCR). (Relación de cobertura de servicio de la deuda). _____	231
1. El DSCR muestra la proporción de gastos que la propiedad está llevando a cabo en comparación con sus ingresos brutos. _____	231
2. La capacidad de su empresa para pagar la deuda al dividir su ingreso operativo neto por el total de su deuda y los pagos de intereses. _____	231
3. ¿Qué es el índice de cobertura de servicio de la deuda y por qué es importante? _____	232
4. ¿Cómo calcular el índice de cobertura de su servicio de la deuda? _____	232
Paso 1. Calcule su negocio neto anual de ingresos operativos. _____	232
Paso 2. Calcule sus obligaciones de deuda comercial para el año en curso _____	232
Paso 3 / Divida la primera cifra (ingreso operativo neto) por la segunda cifra (servicio de la deuda actual). _____	233
Ejemplo _____	233
5. ¿Qué DSCR necesito para calificar para un préstamo comercial? _____	233
6. ¿Cómo puedo mejorar el índice de cobertura de mi servicio de la deuda? _____	233
TALLER DE TRABAJO _____	234
¿Qué es el "Loan-to-Value" (LTV). Proporción de préstamo a valor. _____	234
1. Los bancos y otros prestamistas hipotecarios utilizan la relación LTV para evaluar el riesgo. _____	234
2. ¿Qué es la relación de préstamo a valor (LTV): cómo calcular y la fórmula de LTV? _____	235



Fórmula de préstamo a valor (LTV) _____	235
LTV = (Tamaño del préstamo) / (Valor tasado de la propiedad) _____	235
Tamaño del préstamo _____	235
Valor tasado de la propiedad _____	235
3. ¿Por qué es importante la relación préstamo-valor? _____	235
4. Pros y contras de una alta relación de préstamo a valor _____	236
Beneficios de un alto LTV _____	236
5. ¿Cómo aumentar el LTV? _____	237
6. Razones para bajar la relación LTV _____	238
TALLER DE TRABAJO _____	239
Estrategia inversora inmobiliaria. Equilibrio financiero (riesgo-rentabilidad) en el análisis de rentabilidad por alquiler o plusvalías. _____	239
1. Rentabilidad y riesgo. _____	240
2. Fondos propios y préstamos. _____	240
3. Estrategia inversora (mantenimiento o venta). _____	241
4. Diversificación y ubicación. _____	241
TALLER DE TRABAJO _____	247
Inversores inmobiliarios, perfiles de inversión y rentabilidades exigidas. _____	247
1. Inversores inmobiliarios oportunistas. _____	247
2. Inversores Inmobiliarios Value Added. _____	248
3. Inversores Inmobiliarios Core Plus. _____	248
4. Inversores Inmobiliarios Core. _____	248
TALLER DE TRABAJO _____	249
Perfiles de los fondos inmobiliarios en función del riesgo. _____	249
1. Fondos oportunistas _____	249
Gestores de deuda, fondos de capital riesgo, fondos para activos distressed _____	249
2. Fondos Value - Added _____	249
Fondos de capital privado inmobiliarios que agrupan capital de diferentes inversores _____	249
3. Fondos Core Plus _____	249
Patrimonialistas, aseguradoras. _____	249
4. Fondos Core _____	250
Family Office, institucionales, fondos soberanos, compañías de seguros, etc. _____	250
TALLER DE TRABAJO _____	255
Tipos de fondos inmobiliarios en función del riesgo. _____	255
1. Core, o nuclear _____	255
2. Core-plus o Value-Added _____	255
3. Opportunity / fondos de oportunidad _____	255
TALLER DE TRABAJO _____	257
Estrategias de Inversión y perfil de fondos patrimonialistas inmobiliarios. _____	257
1. Inversión en inmuebles en rentabilidad con posibilidades de aumentar las rentas vía inversión en CAPEX (capital expenditures). _____	257
2. Estrategias de Inversión _____	257



Core y Core Plus _____	257
Valor Añadido o Value Added _____	258
Inversores Inmobiliarios Core Plus _____	258
Inversores Inmobiliarios Core _____	258
Oportunista _____	259
TALLER DE TRABAJO _____	261
Inversión patrimonialista en activos inmobiliarios. _____	261
Inversión institucional en activos inmobiliarios en España _____	261
Inversión patrimonialista en inmuebles en España _____	261
Fondos de inversión inmobiliarios. _____	261
Sociedades de inversión. _____	261
Compañías de seguros y fondos de pensiones. _____	261
TALLER DE TRABAJO _____	289
Los FAB o Patrimonios Separados y su relación con los Fondos de Inversión Inmobiliaria. _____	289
1. Fondos de activos bancarios ("FAB") _____	289
2. Constitución y gestión de los FAB _____	290
3. Patrimonio de los FAB _____	290
4. Régimen de transmisión de activos y pasivos _____	291
5. Emisión de valores _____	292
6. Compartimentos independientes _____	292
7. Fusión y escisión _____	292
8. Requisitos de auditoría e información _____	293
9. Aspectos fiscales de los FAB _____	293
a. Tributación directa _____	293
1. Tributación de los FAB _____	294
2. Tributación de los partícipes _____	294
b. Tributación indirecta _____	294
c. Tributación municipal _____	295
10. Caso práctico. ¿Por qué utiliza la SAREB una "FAB" joint venture inmobiliaria? Por las ventajas fiscales. _____	295
TALLER DE TRABAJO _____	297
La sentencia del Tribunal de cuentas contra los responsables de la Empresa Municipal de vivienda y suelo (EMVS) de Madrid por la venta de carteras de vivienda pública. _____	297
Grave precedente para las futuras ventas de vivienda pública a fondos ya que el sistema de valoración legal no se corresponde con las exigencias de inmediatez en épocas de crisis. _____	297
Texto completo de la sentencia. _____	298
PARTE SEXTA _____	389
External Property Management. Gestoras de patrimonios inmobiliarios. _____	389
Capítulo 8. El management inmobiliario integral externo por consultorías. Contract Management Inmobiliario. _____	389
1. Consultores inmobiliarios especializados en la gestión inmobiliaria integral de proyectos inmobiliarios. _____	389
2. Fases del Contract Management Inmobiliario. _____	389
1) Análisis de necesidades de operador o inversor. _____	390
2) Búsqueda del suelo acorde a las necesidades del inversor. _____	390
3) Estudio de viabilidad económico-financiero de la operación. _____	390



- 4) Análisis de la tipología de operación inmobiliaria con aportación de soluciones jurídicas más adecuadas (Presale & LeaseBack, Forward Purchase, etc). _____ 390
- 5) Optimización del proyecto de implantación. _____ 390
- 6) Búsqueda de inversor u operador. _____ 390
- 7) Búsqueda de financiación y definición de estructura óptima de pasivo. _____ 390
- 8) Consultoría financiera, inmobiliaria y urbanístico preparatoria. _____ 390
- 9) Project Management Inmobiliario integral (diseño, edificabilidad, ajuste al uso, exigencias del usuario final tipo tecnológico, parámetros operativos, eficiencia energética, etc.. _____ 390
- 10) Post Project management con Construction Management y seguimiento del planning (informes mensuales). Construcción y gestión de licencias. Controlling, seguimiento y optimización de costes. _____ 390

Capítulo 9. La gestión integral EXTERNA de patrimonios inmobiliarios. _____ 391

- 1. La gestión integral de patrimonios _____ 391**
 - a. Fase de inversión inmobiliaria (identificación de inmuebles y momento de compra). _____ 391
 - b. Gestión de la propiedad (administración, arrendamientos, seguros) _____ 391
 - c. Ejemplo de Programa informático para la gestión integral de inmuebles. _____ 392
 - Gestión integral de inmuebles _____ 392
 - 1. Estructura de los inmuebles _____ 392
 - 2. Inmovilizado _____ 392
 - 3. Gestión de espacios _____ 392
 - 4. Gestión documental _____ 393
 - d. Venta del inmueble (búsqueda de compradores y momento de venta) _____ 393
- 2. Ejemplos de adjudicación pública de contrato de gestión integral de un conjunto de edificios públicos. _____ 393**

Capítulo 10. Las gestoras de patrimonios inmobiliarios como modelo de negocio complementario y multifuncional. _____ 395

- 1. ¿Qué servicios presta una gestora de patrimonios inmobiliarios? _____ 395**
- 2. ¿Qué estructura organizativa tiene una gestora de patrimonios inmobiliarios? _____ 396**
- 3. ¿Qué servicios de valor añadido puede aportar al pequeño promotor? _____ 396**
 - a. Urbanismo y rehabilitación edificatoria. _____ 396
 - b. Gestión Técnica (edificación y urbanismo). _____ 397
- 4. Gestión patrimonialista para inversores (diagnóstico inmobiliario y rentabilidad). _____ 398**
 - a. Departamento de Gestión de Patrimonios Inmobiliarios. _____ 398
 - b. Diagnóstico de carteras inmobiliarias. _____ 398
 - c. Plan Estratégico inmobiliario. _____ 398

TALLER DE TRABAJO. _____ 399

- Dirección de Gestión de Patrimonios Inmobiliarios. El client management. _____ 399**
- 1. Las 4 patas del client management inmobiliario: áreas técnica, comercial, de explotación económica y de atención al cliente. _____ 399**
- 2. Una página web para cada edificio gestionado. _____ 400**
- 3. Diferencias entre la gestión única (gestor de referencia) y la gestión funcional (expertos). _____ 400**
- Los gestores de grandes patrimonios inmobiliarios. _____ 403**

Capítulo 11. Las gestoras independientes de capital privado inmobiliario (private equity real estate). _____ 403

- 1. Las gestoras independientes de capital privado inmobiliario (private equity real estate) registradas en la CNMV como SGEIC (Sociedad Gestora de Entidades de Inversión Colectiva de tipo cerrado). _____ 403**
 - a. Puesta en valor de inmuebles y adecuación a la demanda actual. _____ 403
 - b. Gestión de activos inmobiliarios de los vehículos de inversión. _____ 403



c. Proceso para generar mayor rentabilidad inmobiliaria al menor riesgo. _____	403
2. Capital privado inmobiliario (private equity real estate) _____	404
3. Niveles en la gestión del capital privado inmobiliario. _____	404
Gestión de Capital o Gestión de Fondos/ Inversiones _____	404
Gestión de Activos inmobiliarios. _____	405
Gestión Inmobiliaria / facility management. _____	405
4. Estrategias de inversión inmobiliaria de los fondos de capital privado inmobiliario. _____	405
Core y Core Plus (poco riesgo: ingresos recurrentes de alquileres y baja plusvalía equiparable a la inflación. _____)	405
Valor Añadido o Value Added (riesgo medio: rehabilitar para poner en valor). _____	406
Oportunista (riesgo alto: desarrollar nichos de mercado inmobiliario potencial). _____	406
TALLER DE TRABAJO _____	407
Fases de la gestión de activos inmobiliarios _____	407
1. Due Diligence del inmueble. _____	407
2. Gestión de activos inmobiliarios y plan de mitigación de riesgos. _____	407
3. Publicación de activos inmobiliarios disponibles. _____	407
4. Comercialización de inmuebles, plan de marketing y estrategias. _____	408
a. Elaboración del Plan Comercial y Plan de Marketing inmobiliario. _____	408
Plan comercial _____	408
Distribución de carteras y objetivos _____	408
Plan de acciones de Marketing inmobiliario. _____	408
b. Comercialización de los activos inmobiliarios. _____	408
Fijación de precios de los activos inmobiliarios. _____	408
Gestión y seguimiento de activos inmobiliarios. _____	408
TALLER DE TRABAJO _____	409
Folletos de presentación de gestoras independientes de capital privado inmobiliario (private equity real estate). _____	409
TALLER DE TRABAJO _____	459
Los Fondos Inmobiliarios. Reglas generales. _____	459
TALLER DE TRABAJO. _____	466
Fondos de inversión inmobiliaria. Fondos de Inversión Inmobiliaria. _____	466
Valor liquidativo y régimen de suscripciones y reembolsos. _____	466
Comisiones y gastos. _____	466
Sociedades de Inversión Inmobiliaria. _____	466
TALLER DE TRABAJO. _____	529
Fondos de inversión inmobiliaria. El valor del patrimonio en un fondo de inversión. Valor liquidativo aplicable. _____	529
CHECK-LIST _____	532
1. Rotación y gestión de activos inmobiliarios. _____	532
2. Venta de activos inmobiliarios no estratégicos. _____	532
Ventajas _____	532
3. La rotación de activos no estratégicos orientada a la reinversión de los ingresos en inmuebles estratégicos y con mayor capacidad de creación de valor. _____	532
Creación de valor mediante la adquisición de activos inmobiliarios para su transformación y adaptación a las necesidades del mercado, y su posterior venta a terceros, todo ello con una elevada rotación. _____	532
Equilibrio adecuado entre la rotación inmobiliaria y la rentabilidad de cada operación. _____	532



4. El Plan Estratégico inmobiliario debe contemplar la desinversión de activos cumpliendo con el objetivo marcado de rotación de activos maduros. _____ 533

PARTE SÉPTIMA _____ **534**

- El asset management inmobiliario. _____ 534

Capítulo 12. El asset management inmobiliario. ¿Cómo generar valor en la gestión de inmuebles? _____ **534**

1. ¿Qué es el asset management inmobiliario? _____ 534
El asset management inmobiliario o una gestión proactiva de un inmueble puede incrementar notablemente los beneficios de cualquier propietario. _____ 534
2. Diferencias entre el Asset Management inmobiliario y el Property Management. _____ 534
Asset Management inmobiliario _____ 534
Property Management _____ 535
3. Fases del asset management inmobiliario. _____ 536
4. Funciones del asset management inmobiliario. _____ 536
 - a. Servicios de Gestión de Activos. Identificación y ejecución de oportunidades de creación de valor a través de iniciativas de expansión, renovación y reposicionamiento. _____ 536
 - b. Vigilancia de la seguridad, la salud y el medio ambiente _____ 536
 - c. Due diligence inmobiliaria. Investment Strategy and Advisory. Sustainability (due diligence, benchmarking, strategy for the asset, GRESB participation) _____ 537
5. Funciones del Property Management _____ 537
 - a. Servicios de Operaciones _____ 537
 - b. Servicios de control de arrendamientos. Administrative Management. _____ 537
 - c. Servicios de Investigación y Marketing. Research. _____ 537
 - d. Servicios de Sostenibilidad. Sustainability. _____ 538
Cumplimiento y evaluación de riesgos _____ 538
Análisis de las deficiencias _____ 538
Planes de eficiencia _____ 538
Certificaciones externas como BREEAM en uso, ISO 14001 y OHSAS 18001 _____ 538
Estrategia de participación de las partes interesadas _____ 539

Capítulo 13. Rentabilizar el patrimonio inmobiliario. Prima de riesgo de las rentabilidades inmobiliarias. _____ **540**

1. Prima de riesgo de las rentabilidades inmobiliarias (variables: impago de rentas, desocupación, depreciación y remodelación). _____ 540
2. Prima de riesgos de centros comerciales (el problema de la renta variable – cíclico). _____ 541
3. Prima de riesgo del sector hotelero. _____ 542
4. Prima de riesgo de inversión residencial (vivienda en alquiler). _____ 543
5. Prima de riesgo de oficinas (mercado cíclico). _____ 543
6. Prima de riesgos de suelo industrial (polígonos industriales y logísticos). _____ 545
7. Prima de riesgos de garajes y aparcamientos. _____ 546

TALLER DE TRABAJO _____ **548**

Estrategia inversora inmobiliaria. Equilibrio financiero (riesgo-rentabilidad) en el análisis de rentabilidad por alquiler o plusvalías. _____ 548

1. Rentabilidad y riesgo. _____ 549
2. Fondos propios y préstamos. _____ 549
3. Estrategia inversora (mantenimiento o venta). _____ 549



4. Diversificación y ubicación. _____	550
Capítulo 14. Estrategias inmobiliarias directas o indirectas (vehículos inversores interpuestos). _____	556
1. La flexibilidad de la inversión indirecta (vehículos inversores interpuestos) _____	556
2. Inversión inmobiliaria en función de la localización y el desarrollo urbanístico necesario. _____	557
3. Inversión inmobiliaria en función del Project finance y el nivel de riesgo. _____	557
PARTE OCTAVA _____	560
Los servicers inmobiliarios. _____	560
Capítulo 15. Los servicers inmobiliarios. _____	560
1. ¿Qué es un servicer inmobiliario? _____	560
2. Funciones de los servicers inmobiliarios. _____	562
3. Servicers inmobiliarios en España. _____	562
3. Ejemplos de servicers inmobiliarios (Solvía, Altamira, Anticipa, Servihabitat, Anida y Haya). _____	563
4. El futuro de los servicers inmobiliarios. _____	564
TALLER DE TRABAJO _____	566
Caso real. Ejemplo de un servicer inmobiliario y su proceso de cuaderno de venta. _____	566
1. ¿Por qué surgieron los "servicers inmobiliarios" en lugar de que los bancos utilizaran consultoras inmobiliarias? _____	566
a. El problema del servicing es un problema de transaccionalidad _____	566
b. Criterios y prácticas de gestión más modernos e innovadores en el sector inmobiliario. Especialmente los servicios profesionales a empresas. _____	567
2. Ejemplo de servicer inmobiliario. _____	567
a. Actividades de un servicer inmobiliario. _____	568
b. Proceso de venta de un servicer inmobiliario. _____	569
c. Cuaderno de venta de un servicer inmobiliario. _____	569
Transformación de Activos _____	569
Reducción de los activos problemáticos en el ejercicio con una elevada rotación y mejor composición de activos adjudicados. _____	569
Ventas de activos inmobiliarios. _____	570
Descripción del negocio. Dirección de Transformación de Activos y Participadas Industriales e Inmobiliarias (DTAP). _____	570
Reducción continua de los activos problemáticos (riesgos dudosos y activos inmobiliarios adjudicados) hasta la normalización de los saldos. _____	570
Workout Units bancarias enfocada específicamente a la gestión de activos _____	570
Estrategia de gestión. _____	570
Globalidad o visión end-to-end del proceso de transformación inmobiliario. _____	570
Especialización y segmentación de responsabilidades por procesos y carteras inmobiliarias. _____	570
Eficiencia de los procesos de gestión en plazos y coste. _____	571
Multicanalidad y capacidad transaccional. _____	571
Principales magnitudes del negocio. _____	571
TALLER DE TRABAJO _____	577
Dosieres de los principales servicers inmobiliarios. _____	577
Asset management. Servicios integrales en administración, gestión y mantenimiento de inmuebles. Principalmente carteras inmobiliarias procedentes de la reordenación bancaria. _____	578
Comercializadores y agentes Red propia y de terceros. _____	578
Web comercializadora (servicing inmobiliario). _____	578
Recuperación de préstamos o Loan Servicing (gestión temprana de mora, gestión de pagos y	



amortización, recuperación de impagos, compras, dación en pago, ejecuciones hipotecarias). 578

Valoración y due diligence inmobiliaria. _____ 578

Análisis de la situación de cada activo inmobiliario y ejecución de planes de reparación o remodelación, preparándolos para el mercado y generando mayor valor a sus activos. ____ 578

Mantenimiento y conservación inmobiliaria (facility services), tanto administrativos como operativos. _____ 578

Alquiler y gestión. _____ 578

Project Management necesarios para el desarrollo de suelo. _____ 578

Venta y gestión de cartera patrimonial. _____ 578

Diseño de carteras de inversión. _____ 578

Compra venta de activos financieros e inmobiliarios. _____ 578

Análisis de carteras hipotecarias y de activos inmobiliarios. _____ 578

PARTE NOVENA _____ 599

CrowdInvesting y Crowdfunding o Inversión Colectiva en inmuebles (financiación e inversión inmobiliaria). _____ **599**

Capítulo 16. Crowdfunding. _____ 599

1. El desarrollo del crowdfunding inmobiliario y las plataformas de inversión Crowd. **599**

2. Crowdlending y equity crowdfunding en España. _____ **599**

3. Concepto de crowdfunding. _____ **600**

4. Clases de crowdfunding. _____ **600**

5. Crowdlending y Equity Crowdfunding (proyecto de financiación participativa en una página web). _____ **600**

TALLER DE TRABAJO _____ 602

Plataformas de crowdinvesting _____ **602**

TALLER DE TRABAJO _____ 604

Todo lo que hay que saben antes de invertir en crowdfunding inmobiliarios. _____ **604**

1. Plataformas de crowdfunding inmobiliario para captar pequeñas aportaciones de inversores particulares _____ **604**

2. ¿Se invierte directamente en un inmueble? _____ **605**

3. ¿Qué supone participar en una Sociedad Limitada propietaria de un inmueble? _ **605**

4. La rentabilidad anunciada por las plataformas de crowdfunding inmobiliario. ____ **606**

5. ¿Cómo recuperar parte de la inversión? _____ **606**

6. Responsabilidad de las plataformas de crowdfunding con el inversor inmobiliario. **607**



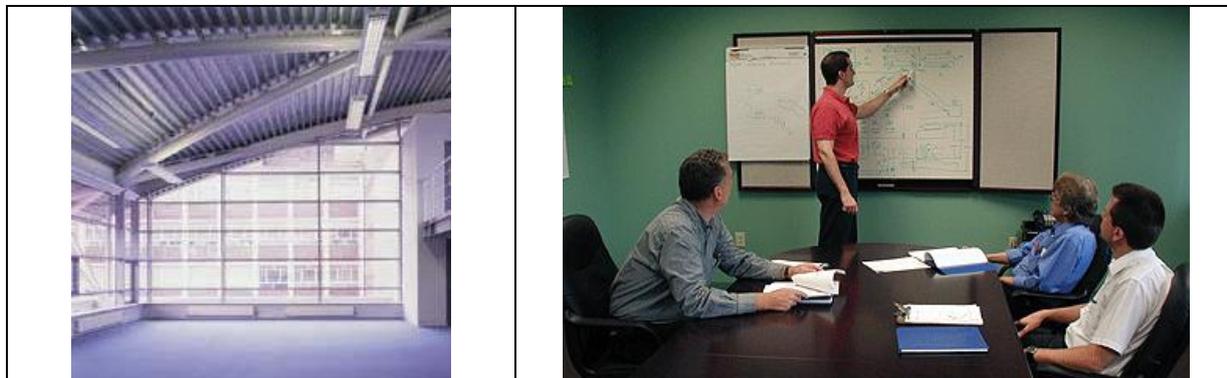
¿QUÉ APRENDERÁ?



- **Inversor inmobiliario patrimonialista. Inmobiliaria patrimonialista.**
- **Medidas anticíclicas de prevención del riesgo inmobiliario.**
- **Proceso de reestructuración de su patrimonio con el objeto de incrementar los niveles de rentabilidad**
- **La estructura financiera de una inmobiliaria patrimonialista. Activos inmobiliarios para su alquiler.**
- **La gestión técnica del patrimonio en una inmobiliaria patrimonialista.**
- **Estrategia inversora inmobiliaria. Equilibrio financiero (riesgo rentabilidad) en el análisis de rentabilidad por alquiler o plusvalías.**
- **Estrategias inmobiliarias directas o indirectas (vehículos inversores interpuestos).**
- **Estrategias de inversión y perfil de fondos patrimonialistas inmobiliarios.**
- **El private equity inmobiliario.**



Introducción. Las ventajas de la inversión inmobiliaria directa frente a otras clases de inversión.



1. Diferencias entre la inversión inmobiliaria y la inversión en activos financieros como deuda pública.

a. *Transparencia de la bolsa vs valoraciones inmobiliarias.*

Los mercados de capitales cotizados en bolsa y la deuda pública son activos financieros de enorme transparencia, pues están en mercados desarrollados y muy eficientes, de manera que el inversor tiene en todo momento conocimiento del valor de su inversión, en caso de que deseara enajenarla.

No es el caso del mercado inmobiliario de inversión, donde la mayoría de las veces las transacciones de compraventa o el montante de las rentas que paga un arrendatario en un inmueble dado no son públicas. Por ello es necesaria la existencia de valoraciones de los inmuebles. Así, el propietario del activo, o un potencial comprador, pueden saber el valor de mercado de ese activo específico.

Esto no tendría sentido en el mercado de capitales, pues simplemente mirando las cotizaciones sabemos el valor de nuestra inversión al instante.

En transacciones inmobiliarias no existe un mercado público centralizado, como sí ocurre en el mercado de capitales. La dispersión y opacidad a lo largo de la geografía es considerable y, si se quiere invertir en bienes inmuebles en un área nueva, es necesario asesorarse con detalle en ese mercado concreto, dedicando tiempo y esfuerzo a ello, dado el montante habitual de este tipo de inversiones.

b. *Liquidez de la bolsa vs iliquidez de los activos inmobiliarios.*

En general, los productos financieros son más líquidos que los activos inmobiliarios. Podemos dar órdenes de compra de acciones cotizadas en el



Ibex35 que se materializan de inmediato. Y lo mismo para la deuda pública, dada la enorme solvencia del emisor.

Los activos inmobiliarios son, en principio, menos líquidos y resulta muy normal tardar meses o más en vender un activo (en situaciones normales de ciclo económico, no en una crisis como la actual) desde que se dan las instrucciones de venta.

Pero también es cierto que un edificio de oficinas en zona prime, con arrendatario triple A y contrato de obligado cumplimiento a largo plazo, que otorga en estos momentos una rentabilidad superior a la media del mercado, seguramente se enajenaría muy rápido.

c. Costes de transacción más costosos en las ventas inmobiliarias.

Entendemos por costes de transacción los que se devengan en el momento de una transacción de compraventa. En el caso del mercado de capitales, fiscalidad aparte, los costes son muy bajos, pues, por ejemplo, el corretaje para volúmenes bajos de contratación pueden situarse en el orden del 0,1%.

Sin embargo, en las compraventas inmobiliarias, y dependiendo también de la complejidad del inmueble y de la transacción, necesitaremos incurrir en costes de abogados, notarios, registro de la propiedad, constituciones hipotecarias, honorarios de intermediación, etc., que nos podrían situar perfectamente en el entorno del 5-7% del importe de la transacción.

d. Costes de gestión de activos (*asset management*)

Los activos inmobiliarios son activos físicos y, sólo por su tenencia, deben asumirse una serie de gastos: mantenimiento y conservación, impuesto de bienes inmuebles, administrador de fincas y gestión de arrendatarios (ya sea mediante asesoría externa o estructura propia). La mera tenencia de acciones o bonos no implica esto, aunque comúnmente todas las cifras de rentabilidad inmobiliaria ya vienen deducidas por estos costes. Además, en muchos casos, en los bienes inmuebles de inversión se repercuten estos gastos al arrendatario, por lo que mientras esté ocupado el inmueble, éstos no son costes reales.

e. Rentabilidad bolsa vs rentabilidad inmobiliaria.

El activo con mayor rentabilidad total (efectos rentas + efecto capital) se compara con los bonos del Estado y los 35 valores más importantes de la bolsa española.



f. Volatilidad

Volatilidad en sus rentabilidades comparada con la deuda del Tesoro Público y la bolsa.

2. ¿Por qué invertir en inmobiliario?

Las principales razones para invertir en el inmobiliario terciario e industrial (comercial property) son las siguientes:

a. Diversificación del riesgo.

En un amplio portafolio de activos de inversión, el inmobiliario está poco correlacionado con el valor de la bolsa y la deuda pública, por lo que es una clara opción de diversificación de la volatilidad de las rentabilidades esperadas de esta cartera.

Es menos líquido y más opaco, pero enormemente consistente, sobre todo para patrimonialistas a largo plazo, no tanto para inversores especulativos cortoplacistas.

b. Rentas recurrentes.

Los inmuebles terciarios arrendados otorgan rentas recurrentes de menor volatilidad que la producida por los dividendos de las acciones cotizadas. Un inmueble puede quedar vacante, pero si se solicita una renta de mercado, debiera ocuparse de nuevo en tiempo razonable.

c. Apreciación.

En una economía en crecimiento, el propio activo aumenta su valor, otorgando plusvalías latentes a su propietario. Esta apreciación debe sumarse a la rentabilidad otorgada por las rentas de alquiler.

d. Inflación.

La inflación se repercute a las rentas por contrato de arrendamiento, por lo que éstas siempre varían proporcionalmente con el IPC.

Lo mismo ocurre con el valor del inmueble, que se aprecia al capitalizar rentas incrementadas por IPC.



e. Financiación.

Mientras las rentas varían con el IPC, esto no ocurre con el apalancamiento o financiación externa utilizada para la adquisición del activo, que depende de los tipos de interés de mercado. El crédito hipotecario ha permitido fuertes volúmenes de inversión en bienes inmuebles porque las entidades financieras han visto muy favorablemente que la garantía de estos préstamos fueran los propios activos que se adquirirían.

f. Gestión del activo (asset management).

Dado un activo terciario de inversión, también podemos aumentar su valor con la gestión apropiada.

La mejora puede venir: por el cambio a un arrendatario más solvente, por un plazo superior de período contractual, por incremento de las rentas o, incluso, por la disminución de los gastos de mantenimiento.

Se trataría de activos con recorrido, gracias a la gestión del patrimonialista.

Podemos comprobar que es un hecho incuestionable que la inversión en activos inmobiliarios es una opción relevante para los principales fondos de inversión y que sus expectativas para el 2010 son de mantener el porcentaje sobre el total de su portafolio de inversiones. La razón de esto es que se trata de activos poco correlacionados con el mercado de productos financieros y ofrecen robustez a largo plazo.

3. Adquisición directa o indirecta de inmuebles.

a. Vehículos de inversión inmobiliaria.

Tradicionalmente, los inversores que buscaban tener una posición en inversión inmobiliaria tenían dos opciones: comprar directamente activos o comprar acciones de empresas inmobiliarias cotizadas. Sin embargo, se han desarrollado otros vehículos de inversión.

b. Tenencia directa de bienes inmobiliarios

La mera tenencia de varios edificios en arrendamiento otorga, obviamente, una rentabilidad.

Sin embargo, una de las características del activo inmobiliario como bien de inversión es que no tiene por qué seguir un determinado índice, pues se caracteriza por un montante de inversión grande, una heterogeneidad en parte



debida a la importancia de la ubicación del activo y altos costes de gestión y transacción, además de menor liquidez, como ya se ha visto anteriormente.

Los costes de transacción provocan tenencias por más tiempo del que sería razonable en el mercado de capitales y la heterogeneidad produce un alto riesgo para un activo específico, en lo referente a la sostenibilidad de los rendimientos de éste. Claramente esto es de aplicación en inversiones pequeñas. Sin embargo, más adelante analizaremos cómo esta opción se demuestra más rentable a largo plazo que la compra de acciones en general y, además, menos volátil en sus rendimientos.

c. Adquisición de acciones de empresas inmobiliarias cotizadas

Es el caso particular de la adquisición de acciones de empresas cotizadas en bolsa pertenecientes al sector inmobiliario. De igual modo que otros sectores tienen sus especificidades en el mercado de capitales (energía, tecnológicas, etc.), también el sector inmobiliario cotizado merece un análisis específico y por ello existen, en distintos mercados, índices específicos para este segmento de actividad.

En España, al contrario de lo que ocurre en otros mercados, es mayoritario el perfil promotor que el patrimonialista y en muchas ocasiones ambos perfiles coexisten en la misma empresa, siendo negocios muy diferentes.

Sí existen, sin embargo, estudios en otros mercados cotizados de mayor volumen donde pueden compararse los rendimientos y la volatilidad de valores cotizados del sector inmobiliario con la adquisición directa de ese tipo de bienes.

La EPRA (European Public Real Estate Association) es una entidad que agrupa a las principales empresas patrimonialistas con intereses en Europa, incluyendo fondos de inversión y entidades financieras con fuerte posición en el mercado inmobiliario (en España, Inmobiliaria Colonial es miembro de EPRA). Esta asociación de empresas cotizadas promueve la transparencia entre los inversores, mejorando el entorno operativo y animando a la fortaleza y cohesión del sector promoviendo las best practices en él.

d. Vehículos de inversión colectiva

A pesar de la fuerte expansión del sector inmobiliario, las instituciones de inversión colectiva en este sector no han tenido una gran relevancia en España y hay, además, una gran confusión terminológica.

Según la CNMV, los fondos se dividen en fondos de carácter financiero y fondos de carácter no financiero, dependiendo de que inviertan directamente en inmuebles o en acciones de sociedades inmobiliarias cotizadas:



Fondos inmobiliarios

Dentro de la modalidad de fondos de carácter no financiero se encuentran los fondos inmobiliarios (FII), que son instituciones de inversión colectiva, no financiera, cuyo objeto es la captación de fondos para destinarlos a la compra de inmuebles (viviendas, oficinas, locales comerciales, aparcamientos, etc.) con el objetivo de explotarlos en alquiler. En España, su reglamento no llegó hasta 1992. En él se estableció su marco jurídico, que se ha ido perfeccionando en función de la demanda y las necesidades del mercado.

El Banco de España exige una tasación una vez al año; las tasaciones se realizan por el método de capitalización de rentas de alquiler teniendo en cuenta que el activo tiene arrendatarios y las condiciones del contrato afectarán a la valoración.

Este tipo de fondo es para clientes de un perfil conservador y a largo plazo suelen obtener una rentabilidad superior a la renta fija. Es una manera de participar en un proyecto inmobiliario colectivo y diversificado, aunque su liquidez es menor que la de otros fondos.

Fondos mobiliarios del sector inmobiliario.

Amparados en la legislación de los fondos mobiliarios (de carácter financiero) han aparecido fondos especializados en el sector inmobiliario. Estos fondos, incluidos en el grupo de fondos sectoriales, no pueden invertir en inmuebles directamente, sino que invierten en empresas cotizadas del sector. Su rentabilidad está más relacionada con el ciclo bursátil y su riesgo es mucho mayor, ya que están expuestos a los ciclos de la construcción, y su rentabilidad es superior en la parte positiva del ciclo.

Real estate investment trusts (REIT) y SOCIMIs

Un tipo de inversión colectiva inmobiliaria son los REIT. Nacidos en Estados Unidos en 1960, son sociedades anónimas de inversión inmobiliaria que generalmente cotizan en bolsa y con la ventaja fiscal de impuesto de sociedades casi nulo, siempre que se distribuyan en forma de dividendo la mayor parte de los beneficios de la sociedad. Reino Unido y Alemania aprobaron una legislación específica en el 2007 y recientemente en España, en el 2009, se aprobó la Ley de Sociedades de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI). Las SOCIMI son entidades que cotizan en un mercado secundario cuya actividad principal es la adquisición, promoción y rehabilitación de bienes inmuebles urbanos para su arrendamiento, así como la tenencia de participaciones de otras SOCIMI.

Productos derivados (property derivative) del sector inmobiliario basados en índices.

En los últimos años se ha producido la emergencia del mercado de productos derivados del sector inmobiliario basado en índices publicados como los aquí ya mencionados IPD (Reino Unido, Europa) y NCREIF (Estados Unidos). Quizá el



mercado más activo ha sido, tradicionalmente, el británico, con un volumen anual de 4,8 billones de euros.



Un derivado de un activo inmobiliario (property derivative) es un derivado financiero cuyo valor se deriva del valor de un activo inmobiliario real subyacente. En la práctica, debido a la ya analizada dificultad de establecer un precio de las transacciones con activos inmobiliarios concretos, los contratos de este tipo de derivados están basados en un índice como los arriba citados. En definitiva, se persigue obtener una representación más ajustada de la rentabilidad de las propiedades subyacentes.



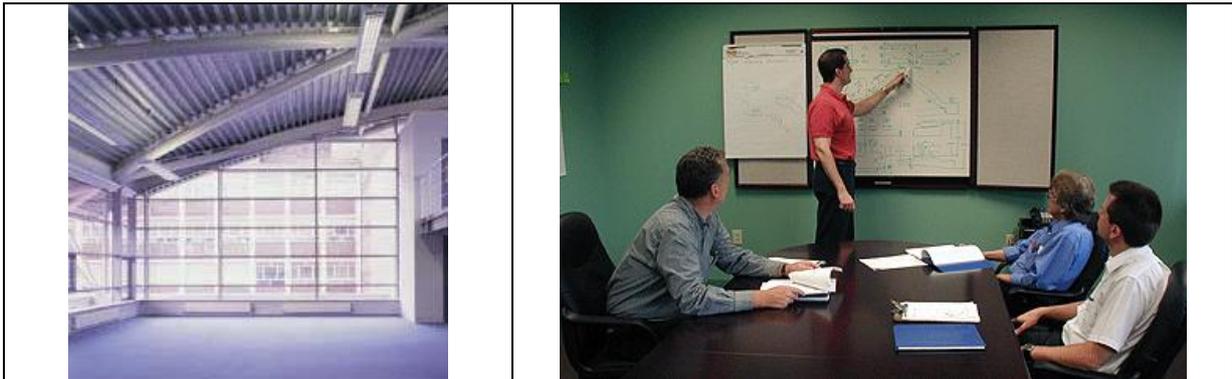
Un ejemplo de ello son las property index notes (PIN). El vendedor del PIN paga el índice IPD anual al vencimiento (incluye plusvalías de capital y rentabilidad de las rentas de alquiler) y durante el período de tenencia del PIN paga, además, lógicamente, de manera cuatrimestral la rentabilidad de las rentas provenientes del alquiler. Es como un bono. Esto quiere decir que la contraparte que lo adquiere está recibiendo un rendimiento de su inversión equivalente a la rentabilidad del mercado inmobiliario terciario de Reino Unido, como si hubiese comprado un portafolio de propiedades, pero con menos costes de transacción, mayor transparencia y liquidez.



PARTE PRIMERA

El inversor inmobiliario particular.

Capítulo 1. El inversor inmobiliario que compra un piso para alquilarlo. Fase de selección de pisos para alquilar.



1. ¿En qué se fija un inversor inmobiliario?