

NOTA DE PRENSA

VISIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DEL MERCADO INMOBILIARIO Y SUS PERSPECTIVAS

R.R. de Acuña & Asociados

Pº Pintor Rosales, 22 - 28008 Madrid - España - Tlfno: +34 915 591 442 - Fax: +34 915 415 019
anuario@rracuna.com

El mercado de la vivienda

Situación al cierre del 2006 y perspectivas

Según expusimos en el anuario del 2006, el año 2005 marcó el punto de inflexión de la zona alta del ciclo inmobiliario. El año 2006 se ha caracterizado por marcar el punto de inicio de la fase descendente del ciclo, tal como muestran los datos analizados, sus tendencias y los modelos econométricos utilizados para tal fin.

LA OFERTA

La Edificación

Si nos referimos a la actividad edificadora, según los datos del Ministerio de la Vivienda, el número de viviendas iniciadas en el año 2006 fue de 760.169, lo que representa un incremento sobre el año anterior de 6,16%. A pesar de ello, estimamos que el número real de viviendas iniciadas ha sido inferior, encontrándose entre cero o ligeramente negativo y ello por razón del número de viviendas terminadas y en promociones, en manos de los promotores; por la ralentización de las ventas; por el descenso que han tomado los indicadores avanzados de la edificación¹; y por el pulso que hemos tomado a nuestros contactos en el sector.

Los incrementos de los volúmenes de viviendas iniciadas, según el Ministerio de la Vivienda, desde el tercer trimestre del 2005 hasta el segundo trimestre del 2006 han sido virtualmente nulos, observándose un repunte insólito en el último trimestre.

El cálculo del volumen real de viviendas iniciadas en el año 2006 resulta difícil de estimar para todos, puesto que los indicadores del número de visados de los colegios de arquitectos se ha visto alterado por razón de la nueva normativa de edificación. Dicha normativa introduce nuevas exigencias que elevan el coste de la edificación, y dado que entraba en vigor el mes de septiembre, muchos promotores han intentado adelantar sus proyectos con el fin de abaratar costes, lo que ha supuesto un incremento en el número de visados y licencias de obra, que muy probablemente no llegará a reflejarse en número real de viviendas iniciadas.

Otra consideración que hay que tener en cuenta a la hora de calcular el número de viviendas iniciadas es que los tiempos medios de ventas para una promoción que se inició a principios del año 2006 se situaban por término medio en 3,16 años. Dicha situación aconsejó a numerosos promotores, principalmente de las áreas de costa y de las áreas metropolitanas de las principales provincias, dentro de su plan de

¹ Nota: El indicador de confianza en la construcción ha pasado de 22 a 14 entre 2005/06 y el de cartera de pedidos de 36 a 22 entre los citados periodos.

edificación, fundamentalmente en productos de precios marginales altos, no iniciar las fases sucesivas, aún disponiendo de suelo, licencia y proyectos, en espera de que se elimine el exceso de oferta aún sin vender.

En todo caso, de haberse situado los volúmenes de viviendas iniciadas dentro de las cifras del 2005/06, la situación actual del mercado determinará caídas significativas para el periodo 2007 y con mayor intensidad para el 2008, tal como las prevemos.

Obsérvese que se ha estado iniciando durante los tres últimos años una media de 700.000 viviendas frente a una demanda media de 400.000 viviendas.

Los precios

El incremento medio de precios en España durante el 2006 se situó en el 10,97% según el Ministerio de la Vivienda, tasa de crecimiento similar a la calculada por nosotros 10,05% y similar a la estimación expuesta en el anuario del 2006, en su límite superior (7/9%).

Dada la situación de sobreoferta y debilidad mostrada para la demanda, nuestra estimación para el 2007 se sitúa 5/7%, para descender en el 2008 en torno al 4%.

Las situaciones expuestas en relación con el exceso de oferta en promoción y con la debilidad de la demanda, ha aconsejado a los promotores moderar o mantener el nivel de precios y, en casos puntuales, al descenso de los mismos. Esto se produce básicamente en mercados que comprenden áreas amplias de costa y las áreas metropolitanas, principalmente cuando nos referimos a productos marginales de precios altos o bien en áreas de extrarradio no consolidadas.

Si bien, en el anuario del pasado año, apuntábamos a que se observaba disminución de precios en fase negociadora, en determinadas áreas y productos, hoy podemos decir que dicho habito se ha trasladado a casi la totalidad del mercado, tal como ocurría antes del “Boom” inmobiliario posterior al 2000.

LA DEMANDA

Según nuestras estimaciones, el número global de viviendas vendidas ha caído un 9,80% durante el año 2006, que marca un hito que no se observaba desde hace 12 años. Dicha caída representa del orden de 120.000 viviendas menos vendidas.

La caída de las ventas en vivienda nueva fue de unas 32.000 (un -6,09%) y en vivienda usada de unas 80.000 viviendas (-3,24%).

Los citados descensos de ventas se ubican básicamente en un número amplio de áreas metropolitanas y en áreas de costa turística.

Dado el dinamismo todavía mantenido de los precios y su tendencia, los tipos de interés, y el agotamiento de la demanda; nuestras estimaciones para los años 2007 y 2008 nos determinan caídas del -5% para cada año.

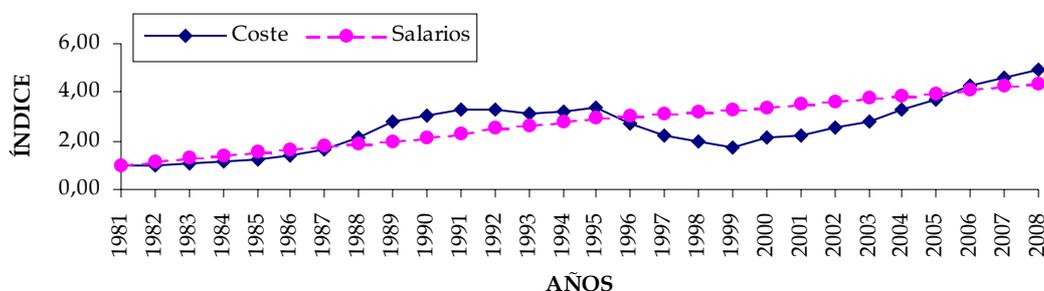
Si nos referimos al mercado hipotecario que había mantenido durante los últimos años, en cuanto a número de operaciones se refiere, tasas de crecimiento por encima del 11%, en el año 2006 creció un 7,43%, observándose descensos en un número amplio de áreas metropolitanas.

Hay que resaltar que el incremento del número de operaciones hipotecarias realizadas durante el año 2006, se debe a la subrogación o novaciones de hipotecas del promotor al comprador de viviendas vendidas en promoción durante los años 2004/05/06. Sobre este particular cabe mencionar que la estructura de ventas, entre viviendas nuevas y usadas durante los años 2004/05 fue de 40/60 y en el 2006 fue de 45/55. Dado este cambio de pesos nuestras previsiones sobre el número de hipotecas para el 2007 las estimamos en crecimientos en torno a cero o negativos.

Hay que resaltar finalmente, que el esfuerzo y el coste financiero medio a pagar en la financiación de una vivienda adquirida y/o que se adquiera a partir del 2006 supera el salario medio, situación que solamente se producía en los años anteriores al 1996. Esta situación seguirá empeorando, por lo menos en los dos próximos años, dada la inercia de los precios y de los tipos de interés.

Si nos referimos a los años malos del pasado, quiere decir lo expuesto, que la situación del mercado en el 2007/08 será similar a la situación del mercado de los años 1994/96 y ello soportando el adquirente de la vivienda unos plazos de amortización de más del doble de los que soportaba en aquellos años.

COSTE FINANCIERO vs. SALARIOS (1981=1)



Fuente: R.R. de Acuña & Asociados.

Cuadro 1-Nacional

	2004	2005	2006	2007*	2008*
Oferta de Vivienda Nueva	11,04%	3,49%	6,16%	-17,17%	-26,83%
Demanda de Vivienda Nueva	-7,53%	-3,13%	-6,09%	-5,03%	-3,19%
Stock de Vivienda Nueva	67,19%	49,17%	36,70%	17,01%	5,58%
Esfuerzo Financiero	19,27%	12,25%	15,16%	9,02%	6,67%
Precio Medio Ponderado	17,42%	11,26%	10,05%	6,33%	4,14%
Precio Vivienda Libre M°Vivienda	15,33%	12,70%	10,97%		
Tiempo Medio de Venta	36,85%	24,01%	27,99%	8,57%	-3,10%

Tasas de crecimiento. Fuentes: Ministerio de Vivienda, laemi, IAEMEX y RR. de Acuña & Asociados.

*Los datos de 2007 y 2008 son predicciones.

Observaciones relativas al mercado en áreas metropolitanas y áreas de costa

La demanda de vivienda nueva en áreas metropolitanas ha estado disminuyendo desde el año 2003, año en que la demanda comenzó su descenso de forma marcada. Las expectativas son que esta tendencia continúe, aunque cada vez con más suavidad. La demanda de vivienda usada, a pesar de no disponer de datos desagregados para estas áreas, entendemos ha disminuido en mayor cuantía, dada la disminución que ha experimentado a nivel provincial.

El número de hipotecas en las áreas metropolitanas en el 2006 ha crecido un 4,33%, que es menos de la mitad del crecimiento experimentado el año anterior. Hay que resaltar que en 15 de las 52 áreas metropolitanas, este crecimiento ha sido negativo, número que aumenta a 26 si sólo tenemos en cuenta el crecimiento del último trimestre del año.

Cuadro 2-Áreas Metropolitanas

	2004	2005	2006	2007*	2008*
Oferta de vivienda nueva en áreas metropolitanas	5,53%	2,71%	-10,26%	-14,00%	-19,00%
Demanda de vivienda nueva	-8,96%	-5,12%	-9,52%	-6,50%	-3,20%
Stock de vivienda	49,58%	38,81%	26,99%	13,02%	3,00%
Precios medios en áreas metropolitanas	15,73%	14,29%	7,36%	3,79%	2,24%
Tiempo medio de Venta	30,29%	24,76%	18,02%	6,68%	-3,66%

Fuentes: INE, Banco de España, M^o Vivienda, iæmi, IAEMEX y RR. de Acuña & Asociados.

*Los datos de 2007 y 2008 son predicciones.

La venta de viviendas nuevas en áreas de costa ha ido disminuyendo desde el año 2002, esperándose que esta tendencia continúe a medio plazo.

La demanda extranjera en costa ha disminuido un -22,75%, y teniendo en cuenta la situación de los países demandantes en la costa española así como la evolución esperada de precios, la tendencia es que esta demanda en inmuebles continúe disminuyendo.

Si bien el número de pernотaciones de extranjeros ha crecido el año 2006 un 9,37% y los ingresos por turismo un 5,58%, (si deflactamos por la inflación los ingresos, el crecimiento real es de un 2,08%), también han aumentado el número de plazas hoteleras. Por lo que si han entrado más viajeros, hay más plazas hoteleras y los ingresos han permanecido casi constantes, parece claro que los precios han tenido que descender. Por otro lado, según las estadísticas Frontur elaboradas por el instituto de estudios turísticos, decrece el número de viajeros extranjeros que pernотan en apartamentos.

El número de hipotecas en las áreas de costa ha crecido un 7,47% (frente al 13,01% del 2005), este incremento, ha de tenerse en cuenta, incluye las subrogaciones de hipotecas de viviendas vendidas entre 2004 y 2006 del promotor al comprador así como novaciones de las mismas.

Cuadro 3-Áreas de Costa

	2004	2005	2006	2007*	2008*
Oferta	9,14%	3,5%	7,00%	-17,00%	-30,00%
Variación de la demanda en costa	0,12%	-16,19%	-15,00%	-9,00%	-7,00%
Variac. de la demanda real extranjera de viv.en costa	-22,59%	-31,78%	-22,75%	Desciende	Desciende
Turistas extranjeros entrados	1,36%	5,10%	18,82%		
Pernoctaciones extranjeros	-1,62%	3,05%	9,37%		
Ingresos por turismo	3,79%	6,00%	5,58%		

*Los datos de 2007 y 2008 son predicciones. Fuentes: INE, Banco de España, M^o Vivienda, Iæmi y RR. de Acuña y Ass.

LO QUE NOS PREOCUPA

Frente a la situación expuesta nada halagüeña del mercado inmobiliario residencial y su tendencia cabe preguntarnos:

¿Podrán los hogares que han adquirido una vivienda estos últimos años, seguir pagándola con estas subidas del tipo de interés?; ¿existe una “Burbuja inmobiliaria” y va a explotar?; ¿qué pasa con las empresas inmobiliarias?.

¿Podrán los hogares que han adquirido una vivienda, estos últimos años, seguir pagándola con estas subidas del tipo de interés?

Hasta el año 2005 el efecto de las variaciones de los tipos de intereses, ha incrementado la renta disponible de los hogares (renta servicios de la deuda hipotecaria) o la ha dejado constante.

Si atendemos a las subidas del tipo de interés y a que las revisiones anuales de la cuota hipotecaria que se revisan en función del Euribor de los doce últimos meses; al grado medio de endeudamiento hipotecario de los hogares; al plazo medio de amortización; y a la variación media de los salarios; podemos concluir que en el año 2006 la renta disponible de los hogares disminuyó entre 2,5/3%. Toda vez que el efecto del incremento de los tipos de interés solamente se recogió en menos del 50% durante el año 2006, en el año 2007 se espera, considerando las subidas de salarios similares a las del año 2006, una disminución de la renta disponible entre un 4,5/5%, y estos efectos negativos continuarán en el 2008. De seguir subiendo los tipos de interés como lo han hecho durante el 2006/07 la renta disponible de los hogares seguirá deteriorándose².

Sobre la situación expuesta, cabe mencionar que la morosidad bancaria cambió su tendencia, comenzando a incrementarse en el año 2006, aunque a niveles muy bajos, y seguirá incrementándose en el 2007 y 2008 de no cambiar la tendencia de variación de los tipos de interés.

Se da la paradoja de que el incremento del precio de la vivienda durante estos últimos años, ha incrementado la cobertura de las hipotecas concedidas por los bancos, en tanto

² Los suscriptores de hipotecas que tengan de cláusulas de estabilización de tipos de interés, para los años a los que nos referimos, recibirán el impacto de esta disminución de renta disponible de una sola vez y con mayor intensidad, en los años 2007/08/09 según el caso.

que la subida del tipo de interés del año 2006/07 y su repercusión sobre los años 2006/07/08 ponen en riesgo el servicio de la deuda de las hipotecas concedidas.

Creemos que, en los hogares de la población joven los incrementos de salarios han sido superiores por razón de su ascenso en el trabajo, lo que puede haber determinado descensos más suaves sobre la renta disponible de los mismos.

Finalmente, cabe mencionar que el grado de endeudamiento de los hogares españoles es similar a la media de los europeos, y que el efecto negativo del tipo de interés sobre la renta disponible de los hogares, lo será para todos los europeos de la Unión Monetaria en mayor o menor intensidad, bien de forma directa como en España (interés referido al Euribor) o indirectamente (por su efecto a través de la curva de tipos).

Entendemos que de tal situación es consciente el Banco Central Europeo, y que éste tendrá en cuenta que las excesivas subidas del tipo de interés pueden determinar la insolvencia del endeudado y con ella la de la institución financiera, por lo que creemos que dichas subidas del tipo de interés en el futuro serán suaves e irán paralelas a la variación de los salarios.

¿Existe una burbuja inmobiliaria y va explotar?

La mayor parte de los que hablan de “Burbuja inmobiliaria” “desde hace más de cuatro años y su eminente explosión” basan sus razonamientos en los fuertes incrementos que ha tenido el precio medio de la vivienda en España.

Debemos aclarar que la variación del precio no determina su variabilidad, sea en el sentido que sea, puesto que el precio no puede determinarse a sí mismo. Los precios los determinan la confluencia de la oferta con la demanda. Los precios sí determinan el volumen de demanda, pero no la oferta, la oferta se ajustará en el tiempo al volumen y nivel adquisitivo de la demanda.

Consideraciones sobre la demanda y su comportamiento.

Cuando hablamos de demanda o de nivel adquisitivo de los hogares no podemos hablar solamente de su renta, hay que considerar también el tipo de interés y plazo de amortización.

Cuando estas dos últimas variables, la primera disminuye y la otra aumenta, y el salario aumenta (siempre aumenta en términos nominales), el nivel adquisitivo de los hogares aumenta, a efectos de la adquisición de una vivienda.

La subida de los precios medios de la oferta la tenemos que relacionar con la demanda, considerando los factores: de subida de salarios medios, bajada de tipos de interés e incremento de plazo de amortización. Cuando realizamos esta comparación entre oferta y demanda en el tiempo, observamos que los desajustes son muy inferiores al que nos determina la observación fría de comparar solamente la subida del precio de la vivienda.

La subida del precio de la vivienda que se ha propiciado en España y en otros países de la Unión Europea se ha producido por un desajuste provocado por un precio medio de la vivienda inferior al nivel adquisitivo de la demanda, debido a las razones expuestas. Empíricamente se demuestra, para todos los países de la Unión Europea, que cuando el nivel de la demanda está por encima del nivel de precios de la vivienda el precio de la vivienda sube, y cuando el precio de la vivienda se iguala al nivel adquisitivo de la demanda o lo supera, la escalada de precios de la vivienda remite y tiende a estabilizarse.

A día de hoy existe equilibrio, en un amplio grupo de países de la Unión Europea, entre precio medio de la vivienda y capacidad media de pago de los hogares, como es el caso de España. Hay otros países que hoy no están en equilibrio, pero en otros momentos del pasado si lo han estado.

Sobre tal particular hay que resaltar que cuando se ha roto este equilibrio por encima, esto es, que el precio de la vivienda ha sido superior a la capacidad de pago de los hogares, los precios medios de la oferta de vivienda no han descendido en términos nominales.

Cuadro 4- Relación “Precio medio de la vivienda/ Capacidad media de pago de los hogares” en los diferentes países de la Unión Europea

PAISES		Periodo analizado 1991-2006				
		Situación de equilibrio en el año 2006	Valores máximo y mínimo y año en que se producen para cada país			
			Máximo	Año	Mínimo	Año
Grupo-1	España	1,02	1,81	1991	0,63	1999
	Francia	1,01	2,16	1991	0,92	2003
	Holanda	1,13	1,28	2000	0,78	1991
	Irlanda	0,94	0,94	2006	0,59	1993
	Italia	0,88	2,02	1992	0,77	2003
	Reino Unido	0,98	1,03	1991	0,72	2001
	Promedio-Grupo 1	0,99	1,54	1995	0,74	1998
Grupo-2	Alemania	0,59	1,37	1991	0,59	2006
	Bélgica	0,73	1,53	1991	0,67	2004
	Finlandia	0,55	1,47	1991	0,48	2003
	Promedio-Grupo 2	0,62	1,46	1991	0,58	2004
Promedio del Conjunto		0,87	1,51	1994	0,68	2000

Fuentes: Elaborado por RR. de Acuña & Asociados, a partir de datos básicos de los diferentes países.

Volvamos sobre el tema, cuando el precio medio de la oferta de viviendas tiene una variación superior a la variación de la renta de los hogares, a efectos de la adquisición de una vivienda (esto considerando el salario, el tipo de interés y el plazo de amortización), la demanda disminuye. Cuando este desajuste entre oferta y demanda se produce impide a las rentas más bajas el acceso a la vivienda. También la demanda solvente se reajusta con la oferta existente a sus precios, esto es, los demandantes tendrán que adquirir una vivienda más pequeña o peor o más lejos que la podía adquirir anteriormente. Por ejemplo, durante los tres últimos años en las áreas metropolitanas de España pese a haber subido los precios unitarios (€/m²) un 39%, el precio medio total de las viviendas más vendidas ha sido prácticamente el mismo.

¿Qué es lo que ocurre?, que la demanda se ajusta dentro del abanico de precios que determina la oferta existente, dejando sin demanda las ofertas de precios marginales altos, y deja sin demanda a los productos superfluos (áreas de vacaciones o recreo).

Esta es la justificación de comportamiento de los precios actualmente en ciertas áreas expuestas en el apartado de “**PRECIOS**” (esto es, productos marginales de precios altos y áreas de costa).

Sobre tal particular es interesante resaltar que podemos considerar hoy que determinados precios son precios marginales altos. Entendiendo que las medias son poco representativas, debido a la ubicación de la vivienda, segmento de demanda, etc..., si atendemos al salario medio y su distribución y a las condiciones de financiación actuales, comienzan a ser precios marginales altos para España aquellos que superen los 360.000 euros.

Todo el razonamiento expuesto y su contrastación empírica, cae como una losa encima de aquellos inversores o promotores que creen que en donde hay que invertir es en productos muy buenos, pues siempre serán buenos. Estoy de acuerdo que siempre serán buenos, pero la demanda media no tiene capacidad para adquirirlos, y los que tienen capacidad para adquirirlos tienen ya sus necesidades cubiertas, por lo que si se quieren vender o arrendar, habrá que asumir cuantiosas minusvalías o rentas de alquiler muy bajas.

Condiciones que han de darse para que el nivel general medio de precios de la vivienda descienda.

- Que no puedan pagar los endeudados por hipotecas el servicio de la deuda, y se vean forzados a vender, **punto ya tratado anteriormente.**
- Que exista un exceso global de oferta y una contratación fuerte de la demanda.

Este punto ya lo hemos analizado parcialmente, pero sólo en el caso de vivienda turística en costa y en productos marginales altos, en donde ya hoy existe exceso de oferta y debilidad de la demanda.

Hoy todavía no podemos decir que en áreas metropolitanas, en donde se concentra la mayor parte de la demanda nacional de vivienda principal, exista un exceso de oferta (salvo en productos marginales altos), ni una debilidad de la demanda, ¿pero pudiera producirse en un futuro?.

Los análisis empíricos demuestran que para que se pueda producir un descenso medio del precio de la vivienda, es necesario una contracción prolongada fuerte de la demanda. Tiene que producirse una situación recesiva de la economía, durante un periodo amplio, tal como ha sido el caso de Alemania o Japón. En los casos conocidos la caída media de precios ha sido suave, moderada y gradual en el tiempo. No tiene nada que ver con la explosión de una burbuja bursátil³.

La pregunta que nos formulamos es si esta situación puede ocurrir en España y cuando.

Según nuestros análisis, entendemos que **pueden llegar a concurrir las condiciones necesarias para que se produjese a partir del 2010/11, (ojo, no afirmamos que se vaya a producir)**, estimamos que es el punto en donde la oferta global (vivienda nueva

³ NOTA: Sobre este particular me atrevo a recomendar a ustedes que lean el primer capítulo de nuestro libro “El Mercado Inmobiliario Residencial en la Unión Europea”.

y usada), adquirirá sus cotas más altas y la demanda estará en su punto más bajo, debido a la caída de la tasa de crecimiento, del PIB, como consecuencia de la disminución de la edificación, entre otros factores.

A partir del 2008 perdemos gran parte de las ayudas estructurales de la Unión Europea que representan del orden de un punto en el PIB. La edificación representa del orden de 10 puntos en el PIB, el desajuste existente entre oferta y demanda determinará una reducción de la actividad edificadora del orden de un 40/45%, tema ya analizado en el punto primero de este capítulo. Esta reducción significa del orden de 3,5 puntos del PIB. En total, nos estamos refiriendo a -4,5 puntos directos sobre el PIB. Pero la edificación tiene un multiplicador del 2,5, debido a su efecto indirecto en la economía, quiere ello decir que significa -11,25 puntos en el PIB, que han de ser absorbidos por el crecimiento del mismo, entre los años 2008/09 al 2012/13. El que se pueda absorber mejor o peor el cifra citada, depende mucho del comportamiento de la economía de la Unión Europea, de nuestras exportaciones a la misma, del turismo, de la política de inversión pública, del gobierno y del precio del petróleo entre otros factores.

De esta situación ya ha sido alertada España por el FMI, sin embargo esperamos que el impacto negativo a recibir pueda verse bastante atenuado por una economía boyante de la Unión Europea para los periodos mencionados.

En todo caso, estimamos que lo expuesto es lo suficientemente importante, como para tenerlo muy en cuenta.

¿Qué pasa con las empresas inmobiliarias?

Si analizamos las cuentas consolidadas de las 60.000 inmobiliarias que operan en el país, observamos que para los años 2004/05 (aún no se han publicado las del 2006), el resultado de explotación ([Ingresos-Costes Totales no Financieros]/Ingresos) se sitúan en 19,67/20,40% y el resultado ordinario ([Ingresos-Costes Totales]/Ingresos) se situaron en un 15,84/15,90%.

Los resultados económicos de las empresas de los años que nos ocupan, proceden de compras de solares que se adquieren como mínimo cuatro años antes, el 2001/02 respectivamente, y cuyas ventas se efectuaron entre 2002/04 y 2003/05.

El *efecto precios* que ha existido entre el año de compra del suelo y el periodo medio de ventas, fue para el ejercicio 2004 de 27% y para el ejercicio 2005 de 32,5%, quiere decirse que si no hubiera existido el efecto de la subida de precios, el resultado de explotación hubiera sido de -9,33/-12,10% y el ordinario de -13,16/-16,60%.

Esto se produce en todas las situaciones de “boom” inmobiliario y se deriva de los procesos especulativos de ciertos promotores que compran solares por encima de su precio, esperando los posibles beneficios derivados de las plusvalías del “boom”, y por la mala gestión de otros costes en la promoción que se derivan del descuido en el control de presupuestos y gestión, ello como consecuencia de los beneficios fáciles.

Las cifras dejan mucho que desear y “estamos hablando de una media”, quiere ello decir que la mitad de las empresas hubieran perdido dinero de no haber existido el efecto precios.

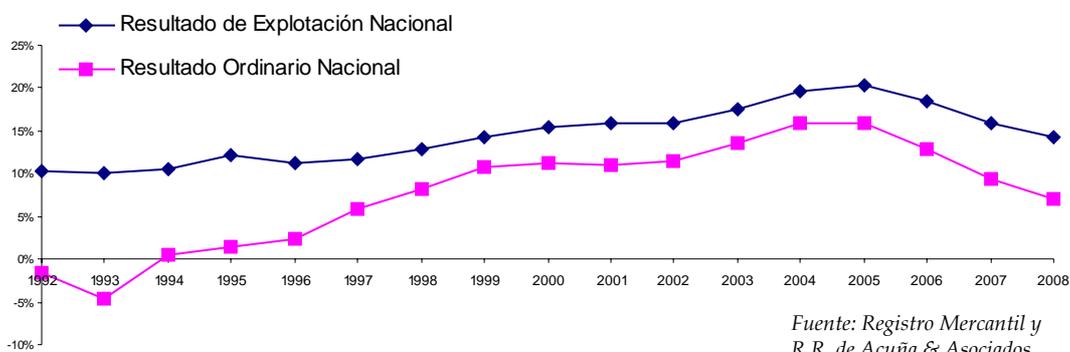
Hemos llevado los resultados económicos de las cuentas consolidadas de sectores, a nuestro modelo econométrico de predicción de oferta, demanda, y precios, estimándose los siguientes resultados de explotación y ordinarios para los periodos 2006/08:

Cuadro 5-Evolución media esperada de la cuenta de resultados de empresas promotoras

	2004	2005	2006*	2007*	2008*
Resultado de Explotación	19,67%	20,40%	18,40%	16,00%	14,30%
Resultado Ordinario	15,84%	15,90%	12,80%	9,40%	7,10%

*Los datos de 2006, 2007 y 2008 son predicciones. Fuentes: Registro Mercantil y RR. de Acuña y Asociados.

Evolución resultados Nacionales



Los tiempos medios de ventas desde inicio de las promociones de los ejercicios 2004/05 estuvieron en torno a los dos años, y para los ejercicios 2006/08 estos se incrementan sustancialmente por encima de los tres años.

Cuadro 6- Tiempo medio de venta desde inicio de obra, año de ejecución donde se contabiliza

	2004	2005	2006	2007*	2008*
Tiempo medio de venta desde inicio de ventas (años)	2,05	2,55	3,26	3,54	3,43
Año en que se contabiliza en la cuenta de resultados	2006	2007	2008	2009	2010

*Los datos de 2007 y 2008 son predicciones. Fuentes: laeml, IAEMEX y RR. de Acuña & Asociados.

Observamos que para el año 2008, el volumen de ventas que contabilizará el citado ejercicio será de un 30% inferior que el se contabilizó en los ejercicios 2004/05.

Nos preguntamos si con un Cash Flow de un -30%, debido a la ralentización en los tiempos medios de venta, que pasan de dos años a más de tres, y con un resultado ordinario en 2008 de un 7,10%, comparado con los obtenidos en los ejercicios 2004/05 ¿cómo podrán atender las inmobiliarias a sus obligaciones financieras?.

Entendemos dada la distribución de los beneficios del contingente de empresas analizadas (60.000), que para un porcentaje superior al 35% va a ser muy difícil atender a sus obligaciones financieras, en todo caso dependerá del grado de endeudamiento que

mantengan, que tipo de promociones estén efectuando y en que tipo de suelos se sitúen sus inversiones.

Tal como hemos expuesto, si la promotora ha concentrado sus promociones en viviendas de precios marginales altos y/o en promociones en extrarradios no consolidados y/o en ciertas áreas de costa turística, el problema es grande.

Si sus inversiones en suelo no son en suelo finalista con todas las bendiciones (suelo calificado), hay que destacar que, si dicho valor de balance estuviera entorno al valor de mercado, **la nueva normativa de suelo**, hoy en procedimiento, estimamos que **podrá infringir minusvalías en sus inversiones de solares, en media, de un 30%.**

Cabe mencionar que los escenarios expuestos, se trasladarán en tiempo diferido según su vinculación, a la empresa promotora, a las empresas constructoras y a los fabricante de materiales de construcción.

El mercado de Locales Comerciales, Naves Industriales y Oficinas

Aunque el mercado de la vivienda arrastre de alguna manera al resto de mercados inmobiliarios, la evolución reciente del precio de los locales comerciales, las naves industriales y los edificios de oficinas, ha venido determinada por la evolución de las correspondientes demandas y ofertas de este tipo de productos inmobiliarios.

A su vez, tanto la demanda como la oferta de este tipo de inmuebles, guarda una fuerte relación no sólo con las condiciones crediticias para su financiación (tipos de interés y plazos de amortización) sino también, y fundamentalmente, con la evolución de la actividad económica a la que se destina la explotación de este tipo de inmuebles.

En este sentido, y analizando lo que ha sido la actividad económica general de nuestra economía, se puede afirmar que, según los nuevos datos de Contabilidad Nacional publicados por el INE, la economía española experimentó durante el 2006 un fuerte crecimiento (un 3,8% en el 2006) continuando así con la fase expansiva o de aceleración del crecimiento iniciada ya en el 2002. Esta mayor actividad de la economía española se ha traducido en una fuerte creación de empleo (con un crecimiento de los ocupados del 3,1% en el 2006 y una reducción de la tasa de paro hasta el 8,5% de la población activa), pero también ha supuesto una mayor tensión inflacionista (la inflación media en el año 2006 se situó en el 3,5%, muy por encima de la media europea).

Las previsiones para el 2007 y 2008 muestran que el actual ciclo expansivo de nuestra economía podría entrar este año en una fase de ajuste. En efecto, existe una serie de factores coyunturales que apuntan a una desaceleración del ritmo de crecimiento económico de nuestro país. Entre dichos factores se encuentran: el endurecimiento de las condiciones crediticias; la ralentización de la actividad edificadora por el agotamiento del ciclo inmobiliario residencial, y su consiguiente repercusión sobre la actividad económica, no sólo de la construcción, sino también en mayor o menor

medida del resto de sectores; y la incertidumbre sobre la evolución futura de las principales economías de nuestro entorno. Todo ello indica, como ya hemos expuesto, que a partir de este año 2007 la economía española podría entrar en una fase de ajuste a la baja en su ritmo de crecimiento, un ajuste en principio gradual, manteniéndose el ritmo de crecimiento por encima del 3% **en los próximos dos años**, lo que permitirá que nuestra economía continúe con la creación neta de puestos de trabajo, pero reduciendo la presión inflacionista (nuestras previsiones indican que la inflación se situará por debajo del 3% en los próximos años, aunque dicha cifra podrá sufrir variaciones condicionadas a factores exógenos como la evolución de los precios del petróleo). Esta situación puede verse empeorada, especialmente a partir del 2008, como consecuencia de los efectos adversos del agotamiento del ciclo inmobiliario, ya expuestos en el apartado anterior.

Cuadro 7

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007*	2008*
PIB real (Tasa de Crecimiento)	3,6%	2,7%	3,0%	3,3%	3,5%	3,8%	3,5%	3,2%
OCUPADOS (Total sectores. Tasa de Crecimiento)	3,2%	2,3%	2,4%	2,6%	3,1%	3,1%	2,6%	2,3%
TASA PARO (% sobre la población Activa)	10,6%	11,5%	11,5%	11,0%	9,2%	8,5%	8,2%	7,8%
INFLACIÓN (Tasa de crecimiento IPC medio anual)	3,6%	3,5%	3,0%	3,0%	3,4%	3,5%	2,9%	2,4%

*Los datos de 2007 y 2008 son predicciones. Fuente: INE y RR. de Acuña & Asociados.

Locales Comerciales

Este buen comportamiento de la economía en su conjunto durante los últimos años, ha tenido su reflejo en el terreno de la actividad del sector servicios destinados a la venta, sector éste más directamente vinculado a la demanda de **locales comerciales**. En efecto, todos los indicadores del sector (véase cuadro 8) muestran que el nivel de actividad del mismo parece haber marcado entre el 2005 y el 2006 un punto de máximo crecimiento. En consonancia con lo ya expuesto, todo parece indicar que a partir del 2006 se producirá una ralentización en el ritmo de crecimiento de la actividad económica en general, que también afectará al sector comercial.

Cuadro 8-Locales Comerciales

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007*	2008*
VAB Servicios Mercado	3,7%	3,0%	2,6%	3,6%	4,6%	3,5%	3,1%	2,9%
Consumo Hogares	3,4%	2,7%	2,8%	4,3%	4,2%	3,6%	3,2%	3,0%
OCUPADOS Sector servicios	3,6%	3,2%	4,1%	3,7%	7,1%	5,1%	3,4%	3,0%
Gasto Real Medio por persona	3,6%	0,4%	1,7%	3,6%	3,4%	3,1%	2,4%	1,8%
Índice de Ventas Comercio Minorista	3,4%	2,1%	2,6%	2,4%	1,0%	1,5%	1,4%	1,1%
Demanda Locales	4,7%	3,5%	4,8%	4,2%	6,2%	7,4%	6,5%	6,6%
Oferta Locales	2,4%	2,9%	3,3%	3,5%	3,5%	3,4%	2,7%	1,5%
Precio €/m² Locales	10,1%	8,6%	6,8%	6,6%	7,2%	7,4%	7,7%	7,9%

Los datos se muestran en tasas de crecimiento. *Los datos de 2007 y 2008 son predicciones.

Fuentes: INE, M^o Fomento, Iaemi, IAEMEX y RR. de Acuña & Asociados.

La buena marcha de la actividad económica del sector comercial en el 2006 se ha traducido en un fuerte ritmo de crecimiento de la demanda de locales comerciales, alcanzando el máximo crecimiento de la última etapa expansiva (un 7,4% de crecimiento de la demanda en el año 2006). Dadas nuestras previsiones sobre la

actividad económica, esperamos que la demanda de locales comerciales siga creciendo en los próximos años a tasas superiores al 6% anual, aunque dicho ritmo de crecimiento podría frenarse aun más a partir del 2007 si empeora sustancialmente el escenario económico general.

Por su parte, la oferta de este tipo de inmuebles, que inició una etapa de expansión en el 2001, ha continuado con el mismo ritmo de crecimiento (en torno al 3,4%) durante el 2006. En el futuro próximo, sin embargo, la construcción de locales comerciales, pensamos que sí se verá arrastrada por la caída de la edificación residencial, esto es, esperamos que se produzca un ajuste a la baja en la oferta a partir de este año 2007, ajuste que será más importante en el año 2008.

Esta evolución durante el 2006 de la demanda y la oferta de locales ha determinado que el crecimiento de los precios por metro cuadrado de los locales comerciales haya marcado un cierto ascenso respecto al año anterior (un 7,4% de crecimiento durante el 2006). En este sentido, y a pesar de que se espera una suave ralentización en la demanda de locales, como consecuencia del fuerte ajuste de la oferta, parece que durante los próximos años se mantendrá esta tendencia de crecimiento de los precios de los locales comerciales (un 7,7% en el 2007 y un 7,9% para el próximo 2008).

Naves Industriales

En lo que respecta a las *naves industriales*, los indicadores de la actividad industrial indican que (véase cuadro 9) el año 2006 ha sido un año de moderado crecimiento, y se estima que la actividad del sector vaya desacelerándose paulatinamente durante los próximos años.

En este sentido la demanda de naves industriales ha continuado con su ritmo de desaceleración creciendo sólo un 0,4% durante el pasado 2006. Nuestras previsiones indican que la desaceleración generalizada en la economía española tendrá un fuerte efecto negativo en la demanda de naves, pudiéndose alcanzar en los próximos años tasas de crecimiento negativas en la demanda de naves industriales.

Cuadro 9-Naves Industriales

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007*	2008*
Formación Bruta de Capital Fijo(Tasa de Crecimiento)	4,8%	3,4%	5,8%	5,0%	7,0%	6,3%	4,8%	4,0%
VAB Industria Manufacturera (Tasa de Crecimiento)	3,2%	-0,2%	0,9%	0,4%	0,2%	3,3%	3,7%	3,3%
Índice de Producción Industrial (Tasa de Crecimiento)	-1,2%	0,1%	1,6%	1,8%	0,1%	3,7%	3,5%	2,7%
Ocupados. Sector Industrial (Tasa de Crecimiento)	3,1%	0,4%	0,3%	0,3%	2,1%	0,4%	1,1%	0,8%
Encuesta Coyuntura Industrial (saldo)	-5,5	-6,4	-4,5	-3,0	-4,3	-2,1	0,8	-
Grado de Utilización Capacidad Productiva (%)	79,4	78,4	79,1	79,8	80,2	80,5	80,9	80,5
Demanda de Naves	3,7%	3,9%	4,0%	2,8%	1,5%	0,4%	-0,4%	-0,7%
Oferta Naves	3,0%	-2,8%	-1,2%	6,1%	6,7%	7,6%	7,4%	6,1%
Precio €/m² Naves Industriales (Tasa de Crecimiento)	9,9%	8,1%	5,6%	4,7%	5,2%	5,7%	5,8%	5,4%

*Los datos de 2007 y 2008 son predicciones. Fuentes: INE, B. de España, MVIV, iæmi, IAEMEX y RR. de Acuña y Asociados.

En cuanto a la oferta de naves, la construcción de nuevas naves industriales ha sufrido un impulso considerable desde el año 2004. En efecto, frente al freno experimentado en los años 2002 y 2003, la oferta de naves ha crecido por encima del 6% durante los tres

últimos años, situándose el crecimiento anual en el 7.6% durante el 2006. Esta misma tendencia de crecimiento se espera que continúe durante los próximos años, si bien a un menor ritmo de crecimiento.

Los precios medios por metro cuadrado de las naves industriales han experimentado un ritmo de crecimiento de 5,7% durante el 2006. Nuestras predicciones apuntan a que, como consecuencia del enfriamiento de la demanda, el crecimiento de los precios tienda a frenarse ligeramente durante los próximos años.

Oficinas en Edificios de Uso Exclusivo

Para terminar, en cuanto a la demanda de *oficinas en edificios de uso exclusivo*, se observa que, en sintonía con el buen comportamiento de los indicadores de actividad empresarial (véase cuadro 10), el 2006 ha marcado una consolidación en cuanto a la recuperación en el ritmo de crecimiento de la demanda de oficinas (que se situó en el 2,9% en este año).

Este buen comportamiento de la demanda permite pronosticar que la fuerte situación de sobreoferta que durante los últimos años ha padecido el mercado de oficinas en edificios de uso exclusivo quedó corregida entre los años 2004 y 2005. De hecho, durante el pasado 2006 la construcción de nuevas oficinas alcanzó un crecimiento anual del 11,7%.

Cuadro 10-Oficinas en Edificios de Uso Exclusivo

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007*	2008*
Apertura de Centros de Trabajo	4,16%	-0,64%	14,48%	12,29%	18,01%	5,1%	4,4%	3,8%
Numero de Locales Empresariales	3,17%	4,40%	3,82%	4,14%	4,01%	5,5%	5,9%	5,4%
Sociedades Mercantiles creadas netas	-4,6%	4,2%	8,1%	7,2%	6,2%	6,9%	9,0%	-
Demanda de Oficinas	2,2%	2,4%	2,9%	3,2%	3,2%	2,9%	2,8%	2,7%
Oferta de Oficinas	30,4%	25,1%	3,9%	-5,1%	3,7%	11,7%	5,1%	4,1%
<i>Precios €/m² Oficinas Madrid</i>	12,0%	5,4%	-2,4%	-0,4%	4,6%	7,0%	7,7%	6,5%
<i>Precios €/m² Oficinas Barcelona</i>	24,8%	3,8%	-8,4%	-2,3%	5,5%	7,0%	7,3%	6,4%

Tasa de Crecimiento. *Los datos de 2007 y 2008 son predicciones.

Fuentes: INE, B. de España, M^oFomento, iæmi, IAEMEX y RR. de Acuña y Asociados.

En consonancia con lo anterior, los precios medios por metro cuadrado de las oficinas han experimentado un claro proceso de mejora, alcanzando el 7% de crecimiento anual durante el 2006. Una vez corregida la situación de sobreoferta de este mercado, esperamos que a pesar de la leve desaceleración en la demanda de oficinas, en los próximos años el ritmo de crecimiento de los precios continúe creciendo por encima del 7%, si bien esta situación estará condicionada por la incierta evolución futura que experimente el ritmo de actividad de nuestra economía.

Fernando Rodríguez y Rodríguez de Acuña
Presidente de R.R. de Acuña & Asociados