

NOTA DE PRENSA

15 de septiembre de 2009

SITUACIÓN DEL MERCADO INMOBILIARIO, PERSPECTIVAS Y SUS EFECTOS SOBRE EL RESTO DE LOS SECTORES Y SOBRE LA ECONOMÍA GLOBAL

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

Cuando se habla de la importancia del sector inmobiliario siempre se relaciona con la edificación y el peso que tiene la actividad edificadora dentro de la economía, tanto de forma directa como indirecta. Este peso del conjunto de la actividad edificadora se sitúa al día de hoy entre un 13% y un 14% del PIB.

Por otra parte, si analizamos el sector inmobiliario residencial en su conjunto en relación con el crédito otorgado por las instituciones financieras, tendríamos que la importancia del sector inmobiliario se sitúa en más del 30% del total del crédito concedido, y el importe total del crédito a este sector representa del orden del 100% del PIB.

Para analizar la situación del sector inmobiliario residencial, se requiere un trabajo profundo en el que se analice la posición de cada uno de los agentes involucrados y de que forma se están viendo afectados por la actual situación de crisis del sector.

En el capítulo 2 del *Anuario Estadístico del Mercado Inmobiliario Español 2009* hemos efectuado por primera vez un análisis de la demanda y la oferta de viviendas, intentando conjugar la situación de las personas físicas (como oferentes y demandantes de viviendas); las inmobiliarias (en cuanto a promotoras) y las instituciones financieras (en cuanto a prestamistas e intermediarias financieras). Igualmente se analiza la situación del sector productivo de la construcción (constructoras) y la producción de materiales de construcción e industrias afines (maderas, cementos, ladrillos, etc.).

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

EL SECTOR INMOBILIARIO RESIDENCIAL EN SU CONJUNTO. SITUACION Y TENDENCIA

La oferta

La situación de la oferta a 31 de diciembre del 2008, según nuestras estimaciones, es la siguiente:

Cuadro 1

	Número Viviendas
Exceso de oferta de vivienda usada (rotación y especulativa)	582.795
Viviendas terminadas no vendidas	507.847
Viviendas en construcción	469.234
En venta por Instituciones Financieras	28.295
Viviendas en sociedades instrumentales de Instituciones Financieras	34.871
TOTAL	1.623.042

Fuentes: Elaboración propia a partir de datos del Consejo Superior de los Colegios de Arquitectos, Consejo General de la Arquitectura Técnica, Ministerio de Vivienda y Banco de España

La demanda

En el análisis de la demanda hay que distinguir cuatro componentes:

- Generación de nuevos hogares/año, esto es, la demanda que se genera por población entre 25/45 años.
- Demanda de segunda residencia (vivienda vacacional) por parte de residentes.
- Demanda extranjera o realizada por parte de no residentes (vivienda vacacional).
- Demanda por rotación, que es la que se genera en los hogares con un cabeza de familia con más de 45 años, cuando una vez que se tiene la primera vivienda en propiedad pagada en su totalidad, el hogar obtiene los recursos necesarios para poder cambiar y “mejorar” de vivienda. En estos procesos de rotación se genera nueva demanda de vivienda pero también nueva oferta, al liberarse la antigua vivienda al mercado.

Según nuestras estimaciones a 31 de diciembre, la demanda que se generó en el año 2008 por estos conceptos, así como nuestra previsión para el año 2009 es la que puede observarse en el cuadro 2.

Cuadro 2

	2008	2009
Demanda total	232.824	218.428
	-19,20%	-6,18%
Demanda en área metropolitana	105.327	100.271
	-18,20%	-4,80%
Demanda en costa	41.613	40.245
	-23,05%	-3,29%
Demanda extranjera en costa	20.712	19.929
	-22,62%	-3,78%
Demanda resto de áreas	85.884	77.912
	-18,43%	-9,28%

Fuente: Elaboración propia

Comparación entre oferta y demanda ¿Cuándo podemos esperar la recuperación del sector?

La situación actual del mercado es de sobre-oferta. La comparación entre oferta (1.629.509) y demanda (218.428) determina unos stocks de viviendas nuevas vacías puestas a la venta de una cuantía tal, que para poder disolver dichos stocks con los niveles de demanda del año 2008 harían falta 7 años.

Por lo tanto, debemos de considerar que para que el sector inmobiliario pueda reactivarse y comenzar a ejercer efectos positivos sobre la economía se necesitarán, como mínimo, del orden de 6/7 años. Según la posición que adoptemos, más optimista o más pesimista, estaríamos entre el año 2013 y 2016, todo ello condicionado siempre a las condiciones del mercado, en particular de la fluidez y disponibilidad, que se produzcan a partir de ahora en el crédito.

Este desfase entre oferta y demanda no es igual en todas las áreas ni en todos los productos. Los excesos de oferta más grandes están en las áreas de costa, en las áreas no metropolitanas y en los productos marginales de precios altos de las áreas metropolitanas y áreas en expansión.

Si se analiza la oferta y la demanda de vivienda por tramos de precios, la sobreoferta relativa más elevada se encuentra precisamente en las viviendas de precios más altos. Así, considerando los niveles de demanda del 2008, mientras que los tiempos de disolución de stocks de estas viviendas de precios altos se situarían por encima de los 6 años, se observa que la relación existente en los tramos bajos entre oferta y demanda determina que el tiempo de disolución estaría entorno a 3 años o menos. Es más, el hecho de que a corto/medio plazo los tipos de interés hipotecarios continúen bajando permitirá dotar de una mayor fluidez a las viviendas de estos tramos bajos, y ello haría necesaria la edificación de nuevas viviendas de estos precios.

Perspectivas de la oferta

En cuanto a la evolución futura de la oferta total de viviendas cuantificada en el apartado anterior, esperamos que vaya disminuyendo lentamente en el transcurso del tiempo como consecuencia de la contracción de la edificación, de su elevado volumen y de la debilidad de la demanda.

Nuestras previsiones de variación de la oferta son muy diferentes, según se trate de vivienda nueva o vivienda usada.

Según los análisis que hemos efectuado relativos al comportamiento de *viviendas iniciadas*, observamos que se está produciendo una fuerte contracción que responde al desajuste expuesto entre oferta y demanda y a las dificultades de financiación. Nuestras estimaciones para el año 2009 determinan unos volúmenes del orden de 75.000 viviendas iniciadas y entendemos que para los años sucesivos ésta cifra se situará entorno a las 50.000/75.000 viviendas como máximo, ya que la situación del mercado no justifica una mayor edificación. En su caso, estas viviendas iniciadas estarán protagonizadas fundamentalmente por viviendas de precios económicos o viviendas protegidas en donde la oferta es muy corta.

Si nos referimos a la *vivienda nueva ya construida*, como consecuencia del compromiso asumido con estas promociones y en salvaguardar su propio interés, las instituciones financieras forzarán al máximo, directa o indirectamente, a los promotores para conseguir la venta de las viviendas construidas o en proceso de construcción todavía no vendidas al comprador final.

Cuadro 3
Transacciones de vivienda del Colegio de Registradores

Colegio Registradores	2005	2006	2007	2008
Totales	989.341	916.103	788.518	561.420
Nueva	434.335	389.594	341.264	296.405
Usada	555.006	526.509	447.254	265.015

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Registros y Notariados, Banco de España, y nuestro modelo econométrico.

De esta forma se explica que al cierre de 2008 observamos una fuerte caída de la venta de vivienda de segunda mano en relación con la venta de vivienda nueva (cuadro 3). Este comportamiento diferencial de las ventas de vivienda nueva y usada se debe, como ya hemos mencionado, al interés mostrado por las instituciones financieras por cerrar las operaciones pendientes relacionadas con la financiación de promociones.

Así, la vivienda nueva ha podido disfrutar de unos tipos de interés más atractivos que la vivienda usada, se ha incentivado por parte de las instituciones financieras una reducción significativa del precio de la vivienda

nueva en promoción, y en algunos casos se ha producido incluso la adquisición de viviendas nuevas por parte de las propias instituciones financieras (del orden de 32.000 viviendas tal como figura en el cuadro 1). Esta política de fomento de venta de vivienda nueva se seguirá aplicando, en principio, hasta que las instituciones financieras se vean libres del exceso de créditos que tienen con los promotores.

En el caso de la *vivienda usada* el tema es diferente. Los créditos para estas viviendas, si bien se irán suavizando, mantendrán unas condiciones más duras que las dadas en el caso de vivienda nueva, por lo que se espera que la venta de vivienda usada siga cayendo en relación a la nueva. Por otro lado, cuando nos referimos a vivienda usada hay que mencionar que todos los años se extinguen del orden de más de 100.000 hogares, lo que significa, en principio, un incremento de la oferta de vivienda usada/año.

Por otra parte, dada la situación económica actual y esperada de morosidad alta, se prevé que aumenten las adjudicaciones por las instituciones financieras de viviendas hipotecadas de los hogares. Por ejemplo, a 31 de diciembre de 2008 existía en poder de la Banca, según nuestras estimaciones, aproximadamente 32.000 viviendas que proceden de ejecuciones. En situación de morosidad existía del orden de 93.000. Dado el incremento del desempleo esperado: la morosidad durante este año así como la esperada, en años sucesivos continuará creciendo, tanto más cuanto más tarde en llegar la recuperación económica. Esta mayor morosidad se traducirá en mayor o menor grado en sucesivos incrementos en la oferta de viviendas.

Por todo ello, aunque la oferta de vivienda usada irá descendiendo, entendemos que lo hará a un ritmo más lento que el de vivienda nueva y que la única forma de que estas viviendas usadas obtengan encaje en el mercado, dadas las condiciones de financiación y los efectos que hemos citado, será por razón de un descenso de los precios de las mismas.

Efectos que determinan la contracción de la edificación sobre la economía

El peso total de la edificación, directo e indirecto a través de su efecto multiplicador, sobre el PIB en el año 2007 era de 17,5% (7 puntos directos y 10,5 puntos indirectos por razón del multiplicador). En los momentos actuales su peso está alrededor del 13/14% del PIB, de ahí entre otros efectos, la dura contracción que se ha producido en el PIB y en el empleo.

A título explicativo en cuanto al efecto multiplicador, cabe exponer que el efecto total de la construcción sobre el PIB es de 2,5, siendo 1 el efecto directo de la construcción, y 1,5 el efecto indirecto adicional por el arrastre de la construcción de otras industrias afines (cementos, arcillas, maderas, carpinterías de aluminio,

ladrillos, cerámicas y el resto de industrias de materiales y maquinarias de la construcción, incluyendo también otras actividades como la industria del mueble, puertas, y servicios inmobiliarios y financieros relacionados con el sector de la construcción). Así, a modo ilustrativo la edificación de una nueva promoción por valor, por ejemplo, de 100 millones de euros, supondría un efecto total sobre el PIB de 250 millones de euros.

El efecto de la construcción de la promoción de viviendas sobre el PIB no es, sin embargo, instantáneo, sino que, por las características propias del proceso productivo de la construcción, se reparte de la siguiente forma entre los dos años que en promedio dura el proceso completo de edificación de una vivienda:

- La edificación de una promoción de viviendas, en cuanto a su efecto directo sobre el PIB, actúa de la siguiente forma: un 35% de su efecto directo total lo repercute el primer año de iniciación de la obra y un 65% el segundo año en ejecución de obra.
- El efecto indirecto de una promoción de viviendas vía multiplicador actúa un 25% (aproximadamente) durante el primer año de inicio de la obra; un 100% el segundo año de ejecución; y un 25% el siguiente año posterior a la finalización de la obra.

Así, teniendo en cuenta estos desfases o retardos en cuanto al impacto de la construcción de viviendas sobre el PIB y sobre el empleo, y dada la fuerte caída en la iniciación de nuevas obras de edificación de viviendas, en el año 2011 el peso total de la construcción podría estar entorno al 2/4%, lo que significa una dura contracción para el PIB de más de 10 puntos, considerando el volumen y el peso del resto de variables constantes. Si esta operación la llevamos sobre el PIB nos determinará que la contracción de la edificación determinará contracciones en el PIB hasta el 2012. En efecto, según nuestros cálculos, considerando cierta recuperación para el año 2011 en Europa, los efectos contractivos de la edificación determinarán el siguiente desarrollo:

Cuadro 4
Previsiones de crecimiento del PIB

Año	Inc. % PIB
2008	1,2 %
2009	-4,6 %
2010	-4,3 %
2011	-1,8 %
2012	-0,5 %
2013	1,1 %

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Registros y Notariado, Banco de España y nuestro modelo econométrico.

El que siga produciéndose una fuerte contracción en el año 2010 viene determinado porque hacia la mitad de dicho año se producirá el punto más bajo de actividad inversora y edificadora y de sus materiales.

Esta contracción del PIB, dado que el sector de edificación es muy artesanal, causará la siguiente secuencia de variación del empleo.

Cuadro 5
Previsiones de crecimiento del empleo

Año	Ocupados en la construcción de viviendas (incremento)	Ocupados totales (incremento)
2008	-10,9 %	-0,6 %
2009	-36,8 %	-8,1 %
2010	-38,4 %	-9,9 %

Fuente: Elaboración propia

Los resultados en cuanto al crecimiento del PIB a partir del año 2010 serán mejores o peores, según evolucione la economía europea, que a su vez dependerá de las políticas económicas que se apliquen para reactivarla y de cuándo inicie la economía americana su reactivación. Según las previsiones de la Unión Europea, del FMI y de la ONU, la reactivación de la economía de la UE no se iniciará antes del 2011 y España lo hará después.

Previsiones del comportamiento de la demanda

La demanda de viviendas se ha contraído durante el año 2008 fundamentalmente por la pérdida de confianza de los consumidores ante la crisis económica (por ejemplo por el miedo al desempleo); por las dificultades para obtener financiación; por el miedo a endeudarse ante las dificultades para poder hacer frente a los pagos; y por el retraso que se está produciendo en la decisión de compra que se está posponiendo a la espera de que los precios descendan.

Ha de entenderse que dentro del año 2009 y a partir del 2010 una parte de las razones expuestas se mitigarán o irán desapareciendo, lo que podrá estimular el aumento de la demanda de viviendas.

Sin embargo los descensos del tipo de interés serán bastantes tímidos. En primer lugar porque los tipos de interés oficiales de referencia no tienen margen para bajar mucho más, y en segundo lugar porque tampoco podrán bajar los diferenciales que aplican las instituciones financieras sobre esos tipos de interés oficiales, pues la situación financiera actual de los bancos y cajas requiere de unos márgenes de transformación grandes para no incurrir en pérdidas. De hecho durante este año los tipos de interés hipotecarios aplicados no han bajado en la misma proporción que ha bajado el euríbor, debido a que las instituciones financieras han incrementado el diferencial, lo que ha impedido que la bajada

del euribor repercute en un descenso del esfuerzo financiero del presunto comprador.

Por otra parte, ha de considerarse que el nivel de endeudamiento de los hogares españoles es muy alto y se encuentra por encima de la Unión Monetaria Europea, determinando ello una mayor dificultad a la hora de nuevos endeudamientos.

Cuadro 6
Síntesis de indicadores del sistema financiero

País	Crédito a los hogares / PIB	Crédito adquisición de vivienda / PIB	Crédito Hogares - Crédito adquisición de vivienda / PIB
ALEMANIA	56,7	38,6	18,1
AUSTRIA	45,2	25,1	20,0
BÉLGICA	33,0	24,7	8,3
CHIPRE	113,7	50,9	62,8
ESLOVENIA	20,8	9,1	11,7
ESPAÑA	80,7	59,5	21,2
FINLANDIA	49,1	35,5	13,6
FRANCIA	47,2	35,3	12,0
GRECIA	39,6	26,8	12,9
HOLANDA	73,4	65,4	8,0
IRLANDA	80,2	62,8	17,4
ITALIA	29,7	16,8	12,9
LUXEMBURGO	76,0	42,5	33,4
MALTA	56,0	38,5	17,5
PORTUGAL	79,7	62,9	16,8
ZONA EURO	52,9	37,8	16,8
ZONA EURO SIN ESPAÑA	49,2	34,8	14,3
REINO UNIDO	63,5	51,0	12,5

Fuentes: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España y de fuentes estadísticas de cada uno de los países.

Podemos afirmar que la demanda de vivienda depende a nivel agregado, en principio, del empleo, de los salarios, de los precios de venta y del tipo de interés y de las condiciones financieras. Según nuestras estimaciones durante los próximos años se va a producir una contracción del empleo y un estancamiento (si no reducción) de las rentas salariales. Por otra parte, los precios de la vivienda irán descendiendo como mínimo hasta el año 2011 y el tipo de interés aplicado a las hipotecas llevará una senda similar. Todo ello nos determina que la demanda de vivienda irá creciendo pero muy tímidamente durante los próximos años.

Cuadro 7
Evolución de la demanda de vivienda

	2007	2008	2009	2010	2011
Demanda total	288.134	232.824	218.428	214.550	246.775
	-9,18%	-19,20	-6,18	-1,78%	15,02%
Demanda en área metropolitana	128.766	105.327	100.271	99.773	114.904
	-8,53%	-18,20%	-4,80%	-0,50%	15,17%
Demanda en costa	54.076	41.613	40.245	38.726	44.136
	-12,20%	-23,05%	-3,29%	-3,78%	13,97%
Demanda extranjera en costa	26.769	20.712	19.929	18.992	21.551
	-11,35	-22,62%	-3,78%	-4,70%	13,47%
Demanda resto de áreas	105.293	85.884	77.912	76.051	87.734
	-8,34	-18,43%	-9,28%	-2,39%	15,36%

Fuente : Elaboración propia

Estimación de la variación de precios

Cuando hablamos de la relación entre demanda y precios de la vivienda, hay que señalar que realmente el demandante no compra sólo una vivienda, sino que compra o asume también un “esfuerzo financiero” para los años venideros. Por lo que el determinante básico de la demanda de viviendas no es tanto su precio sino el esfuerzo financiero que supone su compra.

En los momentos actuales la relación que existe entre el coste financiero o servicio de la deuda, y la renta media disponible para el pago de la vivienda¹ (una vez descontados el consumo del resto de bienes y servicios) por hogar es de 1,3. La posición de equilibrio sería de 1, que implica que el coste financiero que realmente tiene el hogar coincide con el que pueden asumir. Quiere ello decir que los hogares en media no se encuentran actualmente en una situación de equilibrio, y que para restablecer lo el esfuerzo financiero debería disminuir en esos 0,3 puntos.

Lo que ha hecho que el esfuerzo financiero para la adquisición de una vivienda haya subido, en principio, por encima de la renta disponible de los hogares, ha sido el incremento que ha tenido el tipo de interés aplicado. Para que se pueda restablecer el equilibrio, han de bajar los tipos interés aplicados y/o los precios, o bien subir los salarios y el empleo, o bien una combinación de todas ellas.

Como ya hemos comentado, las posiciones esperadas son las de un cierto descenso de los tipos de interés y una disminución del precio de la vivienda. El crecimiento de las rentas de los hogares, dado el nivel de inflación esperado, ha de considerarse para el futuro inmediato nulo o en todo caso contractivo.

¹ Renta disponible de los hogares se define como el 40% del salario total de los hogares. El coste financiero o servicio de la deuda se calcula como el 80% del precio de la vivienda multiplicado por el valor término necesario para la amortización al tipo de interés del mercado por el número de años de amortización.

Sobre estos comportamientos cabe mencionar que en los momentos de la expansión de la demanda a comienzos de la actual década, el esfuerzo financiero definido por la relación coste financiero/renta disponible se situó entorno al 0,63. Ese fuerte incremento de la demanda produjo una subida de precios de la vivienda que hizo llegar al esfuerzo financiero al equilibrio (esfuerzo financiero = 1). Como ya se ha comentado, la posterior subida de tipo de interés ha colocado al esfuerzo financiero en 1,3 (un 30% por encima de la situación de equilibrio). Este hecho se ha producido en España en el pasado y, en general, en todos los países europeos.

Cuando el esfuerzo financiero cae sensiblemente por debajo de 1 se reactiva no sólo la demanda sino que, arrastrada por ella, suben también los precios de la vivienda y la actividad edificadora (que mueve a su vez a la actividad económica y el empleo).

Cuando el esfuerzo financiero sube por encima de 1 se contrae la demanda (o bien el PIB real crece muy poco o es negativo), se producen los stocks de viviendas no vendidas, se contrae la actividad edificadora (y con ello la economía y el empleo), descendiendo los precios de la vivienda en términos reales.

Cuadro 8
Esfuerzo financiero de los hogares para adquisición de vivienda

Países	Período 1991/2006					Año 2008
	Media	Máximo	Año	Mínimo	Año	
España	1,00	1,81	1991	0,63	1999	1,21
Francia	1,36	2,16	1991	0,92	2003	1,25
Holanda	1,07	1,28	2000	0,78	1991	1,27
Irlanda	0,78	0,94	2006	0,59	1993	0,92
Italia	1,18	2,02	1992	0,77	2003	0,94
Reino Unido	0,84	1,03	1991	0,72	2001	0,95
Alemania	0,96	1,37	1991	0,59	2006	0,68
Bélgica	0,90	1,53	1991	0,67	2004	0,76
Finlandia	0,78	1,47	1991	0,48	2003	0,58

Fuente: Elaboración propia a partir de datos oficiales de instituciones privadas de cada uno de los países.

Sustentándonos en lo expuesto, para España, así como para el resto de los países europeos, ha de entenderse que los precios descenderán en los próximos años en términos reales hasta que el esfuerzo financiero en la compra se sitúe por debajo de 1. Dado que la inflación esperada es virtualmente nula o negativa y el crecimiento esperado del PIB para el 2009/2010 es negativo, la evolución de los precios de la vivienda en términos nominales se espera que sea negativa (la caída de los precios en términos nominales será similar a la caída en términos reales).

Cuadro 9
Incremento anual del precio real de la vivienda y del PIB

Años	España		Alemania		Francia		Italia		Reino Unido		EEUU		Japón	
	Pr Viv	PIB	Pr Viv	PIB	Pr Viv	PIB	Pr Viv	PIB	Pr Viv	PIB	Pr Viv	PIB	Pr Viv	PIB
1996	-2,1	2,4	-2,3	1,0	-0,9	1,0	-0,4	1,0	1,2	2,9	0,7	3,7	-1,9	2,8
1997	0,8	3,9	-3,7	1,9	-0,2	2,2	1,2	1,9	6,9	3,3	1,2	4,5	-3,0	1,6
1998	3,9	4,5	-2,8	1,8	2,3	3,6	-2,3	1,3	9,7	3,6	3,5	4,2	-2,8	-2,1
1999	5,2	4,7	1,3	1,9	0,9	3,2	-0,9	1,4	9,4	3,5	2,6	4,5	-3,2	0,0
2000	5,0	5,0	-1,4	3,5	0,7	4,1	1,3	3,9	14,1	3,9	3,1	3,7	-3,2	2,8
2001	6,0	3,6	-1,9	1,4	2,8	1,8	3,1	1,7	6,9	2,5	4,7	0,8	-3,6	0,2
2002	12,3	2,7	-4,1	0,0	4,2	1,1	9,9	0,5	14,6	2,1	4,8	1,6	-3,9	0,3
2003	14,2	3,1	-2,0	-0,2	2,8	1,1	4,4	0,1	12,1	2,8	4,0	2,5	-5,8	1,5
2004	14,0	3,3	-3,5	0,7	6,3	2,2	4,7	1,4	10,3	2,8	6,7	3,6	-5,7	2,7
2005	10,2	3,6	-3,5	0,9	9,4	1,9	6,4	0,8	3,5	2,1	7,9	2,9	-4,0	1,9
2006	6,7	3,9	-1,6	3,2	6,1	2,4	3,7	2,1	3,8	2,8	4,4	2,8	-2,4	2,1
2007	2,9	3,7	-1,3	2,6	5,5	2,1	3,1	1,5	8,4	3,0	-0,4	2,0	-0,7	2,4
2008	1,8	1,2	-2,6	1,0	-0,6	0,7	0,8	-1,0	-0,7	0,7	-6,2	1,1	-2,4	-0,7
2009*	-9,5	-4,6	-5,5	-5,6	-6,0	-3,0	-2,0	-4,4	-10,0	-4,1	-0,9	-2,8	-7,2	-6,2
2010*	-9,3	-4,3	-3,5	-2,0	-2,5	0,2	1,0	-0,8	-2,5	-0,8	-5,0	0,0	-6,0	0,3

* Los datos de 2009 y 2010 son estimaciones efectuadas en base a nuestros modelos econométricos.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos estadísticos de cada uno de los países.

Profundizando ahora algo más en la evolución esperada de los precios de la vivienda, cabe señalar que cuando hablamos de precios de vivienda debemos distinguir entre vivienda nueva y usada, ya que su comportamiento suele ser diferente.

En vivienda nueva la flexibilidad a la baja del precio viene limitada por el margen empresarial del promotor. Su precio difícilmente puede descender por debajo de este margen comercial pues produciría pérdida.

Si nos sustentamos en los balances consolidados de las inmobiliarias a 2006/2007, el ratio de resultado de explotación se situaba entorno al 15/20%, ello quiere decir que la flexibilidad máxima de precios que se podría dar, sin incurrir en pérdidas, sería de ese orden.

Durante el año 2008 la mayor parte de las inmobiliarias bajaron los precios de sus promociones en promedio en torno al 15%. El que estos precios bajen más en el futuro inmediato, depende solamente de una conjugación entre inmobiliaria e institución financiera, pues alguien tiene que asumir esa pérdida.

Por lo general, las instituciones financieras en estos casos de insuficiencia de demanda, a efectos de dar una mayor salida al producto en donde se encuentran comprometidos, apuestan por bajar el esfuerzo financiero, esto es, bajar el tipo de interés. Esta solución tiene un límite, toda vez que si el precio de la vivienda de segunda mano baja en exceso se desviaría la demanda desde la vivienda nueva (más cara) hacia la usada (más barata). Así que esta medida de moderación de tipos de interés, cuando la bajada de precios es tímida, no es suficiente.

Según lo expuesto, la única forma de deshacerse de esos stocks de vivienda nueva no vendida a medio plazo, será venderlos por debajo de costo, es decir, incurriendo en pérdidas.

Si nos referimos a vivienda usada, la situación es diferente. Por lo general, el que vende una vivienda usada tiene un margen mayor para bajar precios sin incurrir en pérdidas al tratarse en la mayoría de los casos de un bien adquirido a un costo histórico mucho menor que el precio de venta actual. Además el oferente de vivienda usada suele actuar por el método del tanteo, fija un precio de venta inicial y si no vende en un tiempo prudencial irá ajustando el precio a la baja. Este precio se va ajustando por jalones, es decir, cuando no vende baja el precio, pero como eso ya lo han hecho también el resto de los oferentes, sigue sin vender lo que obliga a volver a repetir la operación y así sucesivamente. (El proceso citado seguirá hasta que el mercado de oferta y demanda logre su ajuste). Cuando se produce este proceso, realmente el que vende es el que baja más el precio (el que más necesidad tiene de vender).

Cuadro 10
Evolución y estimación esperada de la variación de los precios

	2007	2008	2009	2010	2011
Viviendas usadas (Colegio de Registradores)	447.254 -15,05%	265.015 -40,75%	-42,03%		
Precio total	3,81%	-1,83%	-9,55%	-9,32%	-4,81%
Precio áreas metropolitanas	4,01%	-2,76%	-9,20%	-6,42%	-2,46%
Precio áreas de costa	2,49%	-3,32%	-11,28%	-7,98%	-4,31%
Precio resto de áreas	4,83%	0,17%	-9,27%	-9,22%	-4,67%

Fuentes: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España y previsiones de nuestro modelo econométrico.

Estas estimaciones de la evolución de los precios son medias nacionales esperadas. La evolución de los precios por provincia, área, subárea y producto pueden diferir mucho entre ellos. Si nos referimos por ejemplo a subáreas consolidadas dentro de las áreas metropolitanas, la variación estimada de caída de precios para productos de precio moderado será virtualmente nula. Y sin embargo, para los productos marginales de precio elevado, las áreas de costa o las áreas metropolitanas no consolidadas, las caídas de precios podrían llegar a ser considerables.

EL MERCADO DE LOCALES COMERCIALES, NAVES INDUSTRIALES Y OFICINAS. SITUACION ACTUAL Y TENDENCIA

El derrumbe del mercado de la vivienda ha arrastrado también al de los locales comerciales, las naves industriales y los edificios de oficinas. Adicionalmente, estos mercados han sufrido los efectos negativos de las fuertes restricciones al crédito así como el freno de la inversión y de la actividad económica en general.

En este sentido, la evolución reciente de locales, naves y oficinas ha sido peor que la prevista hace un año, fundamentalmente porque la evolución reciente del cuadro macroeconómico de nuestro país, ha sido mucho peor de lo esperado (cuadro 11). Así el fuerte retroceso en la segunda mitad del 2008 de la actividad económica ha arrastrado a la baja la demanda de este tipo de productos inmobiliarios. Todo apunta a que la actual situación de recesión se prolongue durante los años 2009 y 2010, por lo que no se espera que hasta entonces los mercados de locales, naves y oficinas puedan retomar una senda alcista de recuperación de la demanda.

Cuadro 11

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009*	2010*
PIB Real (Tasa crecimiento del índice volumen medio)	3,1%	3,3%	3,6%	3,9%	3,7%	1,2%	-4,6%	-4,3%
OCUPADOS (CNE, Total sectores. Tasa de crecimiento)	2,4%	2,7%	3,2%	3,2%	2,9%	-0,6%	-8,1%	-9,9%
TASA DE PARO (EPA, % sobre población activa. Media anual)	11,5%	11,0%	9,2%	8,5%	8,3%	11,3%	22,7%	24,8%
INFLACIÓN (Tasa crecimiento IPC medio anual)	3,0%	3,0%	3,4%	3,5%	2,8%	4,1%	-0,7%	0,0%

*Los datos de 2009 y 2010 son predicciones.

Fuentes: RR. de Acuña y Asociados e Instituto Nacional de Estadística (INE)

Locales Comerciales

El retroceso de la economía en su conjunto a partir del año 2008 ha tenido su reflejo en el ámbito 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 12) muestran que, tras unos años de considerable crecimiento, el nivel de actividad durante el año 2008 marcó un punto de inflexión a la baja. A partir de este año la actividad comercial ha entrado en una situación de recesión que sobrepasa ya a la anterior caída experimentada durante la crisis del año 1992.

Cuadro 12

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009*	2010*
VAB servicios mercado	2,7%	3,9%	4,4%	4,5%	4,6%	2,6%	-3,5%	-3,3%
Consumo de los hogares	2,9%	4,2%	4,2%	3,9%	3,4%	0,1%	-6,6%	-6,3%
Ocupados sector servicios	3,0%	3,9%	4,4%	4,6%	4,2%	1,9%	-6,9%	-6,7%
Índice confianza del consumidor	-13,7	-10,8	-10,9	-12,5	-13,3	-33,6	-43,8	-
Indicador de confianza del comercio minorista	-1,6	-5,7	-5,3	-9,0	-12,7	-27,3	-28,5	-
Cartera de pedidos. Bienes de consumo	-5,3%	-7,6%	-3,4%	-3,8%	-3,6%	-19,8%	-40,5%	-
Ventas estimadas automóviles nuevos	4,5%	1,5%	2,5%	-0,9%	-1,4%	-27,8%	-43,7%	-
Índice de ventas comercio minorista	2,7%	2,9%	1,1%	1,6%	3,2%	-5,2%	-8,5%	-
Demanda de locales (media nacional)	3,7%	4,6%	4,8%	4,6%	2,6%	0,9%	-9,6%	-8,4%
Parque total de locales comerciales (media nacional)	2,8%	3,0%	3,3%	3,5%	3,2%	2,5%	1,0%	0,3%
Precio €/m² locales (media nacional)	6,8%	6,6%	7,2%	7,4%	5,3%	-2,4%	-11,0%	-8,9%

Los datos se muestran en tasas de crecimiento, salvo para los indicadores de confianza, que se representan saldos netos.

*Los datos de 2009 y 2010 son predicciones.

Fuentes: RR. de Acuña y Asociados; Instituto Nacional de Estadística (INE) y Ministerio de Fomento

Esta evolución del sector comercial durante el 2008 se ha traducido en un frenazo en seco del crecimiento de la demanda de locales comerciales que se situó en un 0,9% de media durante el año 2008, la tasa de crecimiento más baja desde el año 2002. Dadas nuestras previsiones sobre la actividad del sector, esperamos que la demanda de locales comerciales sufra un intenso retroceso durante el año 2009 y que dicho ajuste de la demanda se prolongue al menos hasta el año 2010. La duración total del ajuste será tanto mayor cuanto más se demore finalmente la recuperación económica general de nuestro país.

Por su parte, la construcción de este tipo de inmuebles, ha iniciado también en el año 2008 una etapa de ajuste a la baja, pero debido a los desfases de los procesos de promoción y edificación, todavía en 2008 se entregaron un considerable número de locales comerciales. Si a este comportamiento de la oferta de nuevos locales le añadimos la oferta de los locales preexistentes que han ido saliendo al mercado como consecuencia del cierre de los negocios que en ellos se desarrollaban, tenemos que durante 2008 se ha ido produciendo un importante crecimiento de la oferta de locales comerciales.

De esta forma, la caída de la demanda y el aumento de la oferta ha conducido rápidamente al mercado de locales a una situación de sobreoferta durante el año 2008. Dada la gran flexibilidad de precios en este sector, esta situación de

sobreoferta (o de insuficiencia de demanda) se ha traducido a su vez en una caída en los precios de venta de los locales comerciales, un -2,4% en media para 2008 en el conjunto de España.

En este sentido, dada las malas expectativas sobre la evolución futura del sector comercial, se espera que continúen las situaciones de sobreoferta durante los años 2009 y 2010. Por consiguiente, esperamos que se acentúen las caídas de los precios de los locales durante 2009 y 2010. Estas caídas en los precios sólo se irán frenando a medida que el mercado muestre signos de recuperación por el lado de la demanda. Y ello, a su vez, estará condicionado no sólo por la existencia de condiciones financieras favorables para la compra de locales sino, fundamentalmente, por la recuperación de la actividad económica general que tire al alza de la actividad del sector comercial.

Naves Industriales

En lo que respecta a las *naves industriales*, los indicadores de la actividad industrial muestran que el año 2008 ha sido un año de ajuste también en el sector industrial (véase cuadro 13), y se espera que la actividad del sector sufra un fuerte ajuste a la baja durante los próximos años, con un descenso en la producción, la inversión, la generación de empleo y el grado de utilización de la capacidad productiva.

En este sentido la demanda de naves industriales retrocedió levemente de media durante el año 2008 (-0,7% para el conjunto nacional), y se espera un fuerte ajuste de la demanda de naves durante el año 2009, y si cabe aún mayor en 2010 (con unas caídas de -7,3% y -10,9% respectivamente).

Cuadro 13

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009*	2010*
Formación bruta de capital fijo	5,9%	5,1%	6,9%	6,8%	5,9%	-3,0%	-24,2%	-15,4%
VAB industria manufacturera	1,2%	0,7%	1,1%	1,9%	2,8%	-2,7%	-16,0%	-10,3%
Índice de producción industrial	1,6%	1,8%	0,1%	3,7%	2,3%	-7,1%	-29,0%	-11,9%
Ocupados sector industrial	0,3%	0,3%	2,1%	0,4%	-0,3%	-9,6%	-10,5%	-8,3%
Encuesta coyuntura industrial	-4,5	-3,0	-4,3	-2,1	-0,7	-17,3	-35,2	-
Grado de utilización capacidad productiva	79,1	79,8	80,2	80,5	81,3	77,3	68,0	-
Demanda de naves	4,0%	3,5%	3,9%	3,7%	3,4%	-0,7%	-7,3%	-10,9%
Parque total de naves industriales	3,8%	2,8%	3,4%	4,0%	3,5%	2,6%	1,1%	0,3%
Precio €/m² naves industriales	5,6%	4,7%	5,2%	5,7%	3,3%	-1,8%	-13,8%	-17,3%

Los datos se muestran en tasas de crecimiento, salvo para los indicadores de confianza que representan saldos netos

*Los datos de 2009 y 2010 son predicciones.

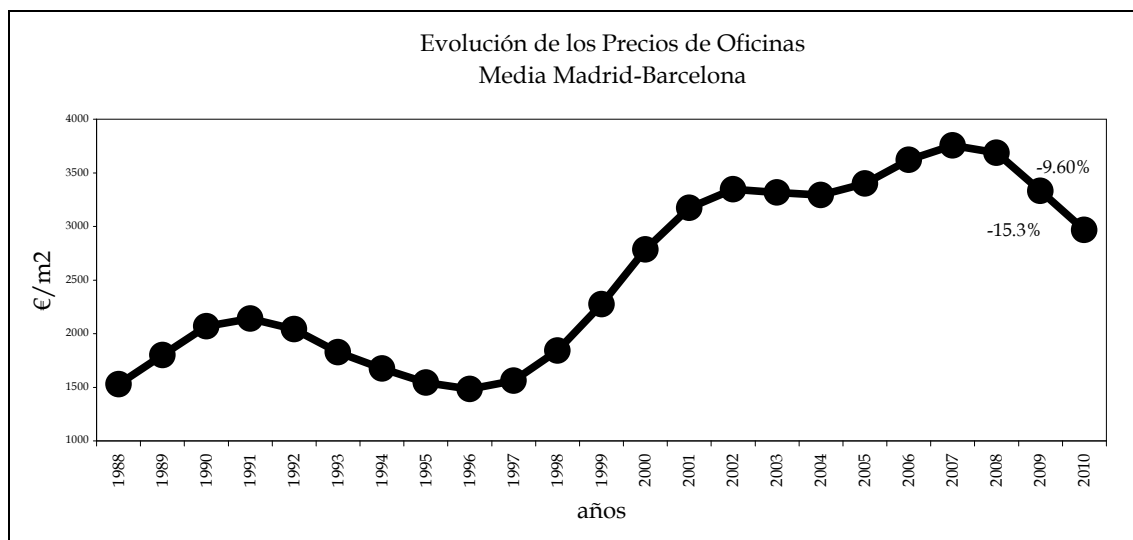
Fuentes: RR. de Acuña y Asociados; Instituto Nacional de Estadística (INE) y Ministerio de Fomento. En cuanto a la oferta, la construcción de nuevas naves industriales también está sufriendo la crisis del sector, aunque la ralentización de la oferta por esta vía está siendo insuficiente para compensar el gran aumento en la oferta de naves de segunda mano que afloran al mercado como consecuencia de cierres de negocio, proceso de ajuste que irá más allá del año 2009.

Dado este escenario, el crecimiento de los precios medios por metro cuadrado de las naves industriales ha sufrido también un considerable recorte durante 2008 (-1,8% de media frente a un 3,3% en el año 2007). Nuestras predicciones apuntan a que, como consecuencia del enfriamiento de la demanda, los precios de las naves industriales seguirán alcanzando tasas de crecimiento negativas.

Dada la contracción generalizada de la economía española, prevemos un fuerte efecto negativo en el sector industrial, que será uno de los más perjudicados, estando su recuperación condicionada a la recuperación general de nuestro país y de las economías de nuestro entorno.

Oficinas en Edificio de Uso Exclusivo

Por sus características específicas de oferta y demanda, el mercado de oficinas (en el que predomina un fuerte componente inversionista y una elevada demanda de alquiler) es el más flexible de todos los productos inmobiliarios. Esto es, el mercado de oficinas es el que más rápidamente ajusta sus precios ante situaciones de desequilibrio entre oferta y demanda. Esto se traduce en oscilaciones de precios más amplias que en el resto de mercados. Al analizar la evolución del precio medio de las oficinas en Madrid y Barcelona se observa que desde el 1988 el sector ha sufrido dos grandes recesiones (junto a una caída más moderada en el 2003) una coincidiendo con la crisis del 92, y otra que ha comenzado a partir del año 2008.



Fuente: Elaboración propia

En efecto, el año 2008 ha venido marcado por el inicio de una fase de fuerte corrección de los precios de las oficinas, consecuencia de la situación de fuerte sobreoferta que se está generando en el mercado. Por un lado la demanda está cayendo de acuerdo con la mala situación de la actividad empresarial del país (cuadro 14), y por otro, aunque se espera que se frene la construcción de nuevas promociones de edificios de uso exclusivo, está aflorando al mercado la oferta de oficinas que ha generado el fuerte aumento en el cierre de negocios. Dicho desajuste entre oferta y demanda de oficinas se ha traducido en una caída en los precios durante el año 2008 que se espera se acentúe y continúe durante los próximos años. Las malas expectativas sobre el futuro de la economía afectarán de manera especialmente negativa a este sector, que necesitará de un considerable ajuste de precios para retornar a situaciones de equilibrio.

Cuadro 14

	2003	2004	2005	2006	2007	2008*	2009*	2010*
Numero de locales empresariales	3,8%	4,1%	4,0%	5,5%	5,9%	2,9%	-1,9%	-
Concurso de acreedores	-10,0%	-13,6%	-1,7%	-2,5%	7,7%	197,3%	214,0%	-
Sociedades mercantiles creadas netas	7,5%	4,0%	8,7%	6,7%	-9,3%	-30,4%	-55,5%	-
Demanda de oficinas (Tasas de crecimiento)	2,9%	3,2%	4,1%	3,6%	1,5%	-1,1%	-15,9%	-12,6%
Parque total de oficinas (Tasas de crecimiento)	3,0%	1,4%	2,3%	4,3%	2,8%	1,7%	0,4%	0,2%
Precios €/m ² oficinas Madrid	-2,4%	-0,4%	4,6%	7,0%	8,3%	-1,1%	-9,3%	-16,1%
Precios €/m ² oficinas Barcelona	-8,4%	-2,3%	5,5%	5,7%	6,8%	-5,2%	-11,6%	-14,5%

*Los datos de 2009 y 2010 son predicciones.

Fuente: RR. de Acuña y Asociados; Instituto Nacional de Estadística (INE) y Ministerio de Fomento:

SITUACION DE LA EMPRESA PROMOTORA

Tal como adelantamos en la presentación de la edición correspondiente al año 2007 de este Anuario, (sustentándonos en la evolución de los datos de las cuentas consolidadas relativas a endeudamiento, ventas, beneficio y precio de las viviendas), una gran parte de las promotoras no están pudiendo hacer frente al pago de su deuda. Ya en el 2007 vaticinábamos que el 75% de las mismas desaparecerían del mercado, y hoy observamos que la situación general de las empresas promotoras es muy crítica, situación que se prolongará y agravará durante los dos próximos años, afectando a la supervivencia de la mayor parte de éstas.

En relación con esta situación cabe preguntarnos ¿por qué ha ocurrido esto?, ¿cuáles han sido las causas?, ¿a dónde ha ido el beneficio de las inmobiliarias?, ¿dónde se ha invertido este endeudamiento?, ¿qué problemas se derivan en los momentos actuales del mismo?.

¿Qué es lo que ha ocurrido?

Para analizar lo ocurrido, debemos estudiar los ratios de capital, endeudamiento y beneficio de las inmobiliarias.

Ratio de Capital/Total Pasivo. Históricamente si nos referimos al periodo 1992/2002 este ratio se mantenía por encima del 40%. En el año 2008 se encuentra por debajo del 20%.

Ratio de Endeudamiento/Total Pasivo. Como inversa del ratio anterior, se situaba históricamente por debajo del 60% y al 2008 se sitúa por encima del 80%.

Ratio Endeudamiento/Ingresos Explotación. Este ratio puede considerarse como un indicador de la capacidad de devolución de la deuda. Históricamente desde el 1992 al 2002 se situó en promedio por debajo de 2 y en los momentos actuales se sitúa en 5,5 si nos referimos al consolidado total del sector y en 6,67 si nos referimos al conjunto de las empresas que cotizan en bolsa.

Estos ratios nos muestran el enorme endeudamiento asumido por las empresas promotoras. La caída de ingresos, consecuencia de la reducción de la demanda de viviendas, pone en grave peligro a estas empresas que no podrán hacer frente a los servicios de la deuda. Los gastos financieros en el 2006 suponían ya el 9,8% de los ingresos de explotación (véase cuadro15) y han seguido creciendo en el 2008 pasando a ser el 24,3% del valor de estas.

Por otra parte, el análisis del beneficio de las inmobiliarias no permite tampoco ser demasiado optimistas. El beneficio de las empresas promotoras a

partir del boom de crecimiento de precios del año 2002 no creció tanto como lo que lo hicieron los propios precios. De hecho el crecimiento de los beneficios fue menos de la mitad del efecto del crecimiento de precios que se producía durante el periodo de promoción de las viviendas. Esto demuestra que las inmobiliarias no aprovechaban toda la subida de precios para mejorar sus beneficios. Las causas de esta situación pueden estar en una deficiente gestión: como se está disfrutando de una ganancia fácil, producto de la subida de precios, se permitieron descuidar los costos, tanto en la compra de suelos como en la propia ejecución de las obras de edificación. Hasta tal punto llegó esta situación que en bastantes casos se vendían promociones por debajo del costo de reposición. Se jugaba en términos financieros pero no en términos reales. Esta mala gestión y mala programación de costos, se superó por tanto sin entrar en pérdidas gracias a la fuerte subida de precios. Ha bastado que el crecimiento de los precios y de la demanda de viviendas se modere, para generar la situación actual de ahogo financiero y de afloramiento de pérdidas en todo el sector.

En términos generales, si analizamos el beneficio de los últimos años 2002/2008 observamos que si bien fue muy bueno hasta el 2006, en 2007 se contrajo y en 2008 ha sido negativo o muy negativo como consecuencia fundamental de la ralentización de las ventas, de la desaparición del efecto especulativo de los precios, del alto endeudamiento y de la subida de los tipos de interés.

¿Por qué ha ocurrido esta situación?

En parte la actual situación de crisis por la que atraviesan las promotoras y su elevado endeudamiento ha sido generado por el nuevo estándar de financiación que propició el sistema, a inicios de la presenta década. Así, las condiciones de financiación de la promoción, dadas por las instituciones financieras, pasaron de un 60% del valor de la inversión en la promoción a un 80%. Esto determinó que con los mismos recursos propios la empresa promotora pudiera endeudarse más del doble, lo que explica que los recursos propios pasasen del 40% al 20% y el endeudamiento pasase a ser prácticamente el doble.

Si analizamos la secuencia del crecimiento del crédito a promoción desde el año 2004 hasta el año 2007, se observa que éste casi se triplicó, pasando de una cifra de 112.165 millones a 303.514 millones de euros, (318.032 millones de euros en 2008), en tanto que el valor de ventas, lejos de crecer, ha descendido suavemente, llegando a desaparecer el beneficio.

¿A dónde ha ido el beneficio?

El beneficio de la empresa promotora ha sido muy alto hasta el año 2006, situándose entre un 15% y un 25% del valor de las ventas, según nos refiramos al consolidado total de las empresas, o a las cotizadas en bolsa respectivamente.

Éste beneficio en términos de los recursos propios se situaba entre el 25% y más del 50%.

Dado que pocos sectores de la economía daban una rentabilidad tan alta, la mayor parte de estos beneficios han sido reinvertidos en este sector, dando paso a su vez a nuevos endeudamientos, en una relación del 20% sobre recursos propios, y del 80% en endeudamiento.

Hay quién habla que aunque el sector esté hoy en pérdidas, las inmobiliarias han ganado mucho durante los años previos, por lo que deberían poder compensar sus pérdidas actuales con esas ganancias pasadas. Lamentablemente este no es el caso. La mayor parte del beneficio está totalmente reinvertido dentro de la actividad de las empresas en forma de adquisición de suelo, que además ha perdido valor, por lo que no puede utilizarse para, por ejemplo, hacer frente a los pagos del servicio de deuda.

¿Dónde se ha metido el endeudamiento?

Si analizamos el cuadro 24, donde se describe el endeudamiento de las empresas por productos, observamos que solamente el 37% de su endeudamiento se encuentra en viviendas acabadas y en promoción, del orden de 114.000 millones de euros, (rúbrica 1 y 2 del cuadro 24), en tanto que el 44% se encuentra en suelo para vivienda (rúbrica 3, 4, 5 del cuadro 24) que representa aproximadamente del orden de 135.000 millones €.

¿Qué problemas se derivan en los momentos actuales de tal situación?

Cuando analizamos el conjunto del cuadro 24 tanto de la oferta de viviendas acabadas y en promoción, como del exceso de oferta de vivienda usada (rúbricas 1, 2 y 16 del cuadro 24) frente a la demanda, observamos que tenemos 1,5 millones de viviendas en oferta, frente a una demanda/año actual de 230.000 viviendas, lo que representa un periodo de ventas de 5/6 años (tiempo necesario para simular el exceso de oferta si se mantiene constante la actual demanda año). El problema más grave aparece, sin embargo, cuando analizamos el suelo disponible para vivienda (rúbricas 3, 4 y 5 del cuadro 24) que según las cifras estimadas determinan una edificabilidad de 2.400.000 viviendas frente a la demanda actual citada de 230.000 viviendas año. Quiere ello decir que existe en la actualidad suelo para 9 años, y si unimos estas cifras de suelo al stock existente de viviendas de las promotoras se tiene que existen en la actualidad viviendas y suelo para hacer frente a los 15 próximos años sin necesidad de invertir más en suelo, esto es, suelo hasta el año 2024.

Tal como se ha expresado en el apartado anterior hay que esperar cierta reactivación de la demanda, sin embargo el periodo necesario para absorber la oferta total de viviendas acabadas y en promoción y de suelo para vivienda es muy largo. Esto es, la reactivación de la demanda es limitada, la demanda potencial solvente está estimada en 300.000 viviendas. Adicionalmente, en un horizonte de 15 años, de no existir una inmigración fuerte y solvente, se producirá un estancamiento en la necesidad de vivienda dado que la generación de nuevos hogares se verá prácticamente compensada con las extinciones de hogares (defunciones) .

El problema no está pues, en los momentos actuales, en viviendas en promoción acabadas o en construcción, cuyo periodo es más o menos ajustable y está dentro de unos límites, el problema está en la inversión actual en suelo, que no se va a poder recuperar en un plazo medio.

Si descontamos financieramente el valor de este suelo en el tiempo, simplemente a la tasa media de deuda pública a largo plazo, obtenemos que los valores resultantes del suelo sobre los actuales de balance son ridículos.

Otro problema importante a considerar se encuentra en la flexibilidad que van a tener los precios de la vivienda a la baja durante este año 2009 y durante los dos próximos años. Los precios de la vivienda podrán caer en torno a un 20% ó 30%, lo que determina, considerando que el coste de edificación permaneciese constante, que el valor del suelo disminuirá en los próximos años el doble de ese valor.

Estos razonamientos llevados a los balances de las empresas, mediante una valoración dinámica de los activos, nos determinan que la mayor parte de las empresas se encuentran actualmente en quiebra ya que el valor actual de sus recursos propios no cubre la depreciación esperada de los activos.

Cabe mencionar que algunos han considerado la subida de tipos de interés y la contracción del crédito como la puntilla del sector inmobiliario. Sin embargo, a nuestro entender, de no haberse producido esa subida de tipos, la burbuja de viviendas en edificación y acabadas, hubiera sido todavía mayor, al igual que el endeudamiento de las empresas inmobiliarias, por lo que la citada burbuja hubiese explotado en cualquier caso y si cabe con peores consecuencias de lo que lo ha hecho en realidad.

Cuadro 15

Consolidado del sector	2006	2007	2008	2009*
Crédito a promotoras (millones €)	244.050	303.514	318.032	322.960
Valor de las ventas (millones €)	70.668	65.803	58.256	53.751
	-0,7	-6,9	-11,5	-15,5
Capacidad de devolución total: Deuda / valor de ventas	3,5	4,6	5,5	6,0
Coste financiero deuda empresas promotoras/valor de las ventas en %	9,8	18,2	24,3	24,2
Capacidad de devolución de las cotizadas en bolsa: Deuda/valor de ventas	9,7	6,9	6,67	-
Coste financiero deuda empresas promotoras de las cotizadas en bolsa /valor de las ventas (%)	15,0	30,0	34,3	-
Resultado de explotación de las cotizadas en bolsa /Importe de la cifra de negocios (ratio - %)	35,06	1,94	-92,2	-

* Datos al primer trimestre de 2009

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España, CNMV y Colegio de Registradores

Si nos referimos al sector en su conjunto existen del orden de 100.000 empresas, según el CNAE, no obstante, empresas cuya actividad principal sea la promoción, según los datos del Depósito de Cuentas del Registro Mercantil, solo existen del orden de 40.000 empresas.

En relación a estas empresas, en el año 2007, según se observa en el cuadro 16, aproximadamente el 13% tienen un 75% del crédito total del sector. Ello quiere decir, según se ve en el cuadro mencionado, que existe una fuerte concentración de la deuda en un número muy reducido de empresas.

Cuando trabajamos con los balances consolidados del sector, hay que mencionar una serie de consideraciones que son de gran interés, a efectos de hacernos una idea más precisa de cual es la verdadera situación:

- a) El margen de explotación ha sido en el pasado de menos del 50% del efecto precio que se ha producido entre la compra del solar y el final de la obra.

El efecto precio desapareció en el año 2008 debido a que la única forma de incrementar o mantener las ventas ha sido bajar los precios, según ello, el resultado de explotación en el año 2008 habrá estado entorno a cero o menos de cero, y para el 2009 y sucesivos será negativo.

- b) El crédito otorgado al sector es de 318.032 millones de euros (31-XII-2008), y que este sigue creciendo lentamente como consecuencia de la caída de las ventas, del margen de explotación y de la financiación de las obras en curso, pese a la fuerte caída de la edificación que ha sido del orden del 30%.

- c) Solamente del orden de un 40% del crédito obedece a bienes que pueden obtener encaje en el mercado a corto/medio plazo, y del orden de otro 40% es suelo cuya liquidez es a largo plazo. Si consideramos todo ello, limita la capacidad de devolución.
- d) Para un crédito de 318.032 millones de euros el patrimonio neto real de las empresas inmobiliarias, debería de estar entre 100.000/150.000 millones de euros.
- e) Los intereses/año del crédito vivo representa del orden de 15.000/20.000 millones euros.
- f) Si consideramos lo expuesto en los apartados *a*, *b* y *d*, a partir del año 2009 inclusive se producirá una pérdida neta de capital/año del consolidado de las empresas inmobiliarias del orden de un 15/20%, sin contar con las minusvalías que se están produciendo y se producirán en los activos de sus balances por razón del descenso de precios.
- g) Si consideramos el exceso de oferta y la debilidad de la demanda expuesta en el punto 1 de este capítulo, y que su periodo de ajuste es a largo plazo, así como lo expuesto en el apartado c, nos lleva a hacer la siguiente reflexión **¿es mejor vender hoy con una cierta pérdida, o mejor esperar a vender mañana?**

Cuadro 16

% empresas	% sobre total fondos propios	% sobre total acreedores
45,3	4,0	2,8
20,6	9,8	6,2
9,7	4,6	4,8
11,4	9,1	8,8
6,0	8,9	9,5
3,5	10,0	10,1
3,0	26,3	23,6
0,4	27,2	34,1
100,0	100,0	100,0

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Registro Mercantil

EL SECTOR CONTRUCCIÓN Y SUS MATERIALES

El sector construcción engloba a la edificación de viviendas, a las obras públicas y a otras construcciones. El peso específico de estas dos variables en el PIB medido por la formación bruta de capital es muy similar, del orden de 6/7 puntos cada uno.

La edificación de viviendas determina sinergia con el sector obras públicas (urbanización) y sobre otras edificaciones vinculadas a las mismas, por lo que podríamos decir que aproximadamente el 60% de la construcción total se ve afectada por la edificación de vivienda.

El sector construcción, desde el año 2004 hasta hoy, ha doblado el endeudamiento con las instituciones financieras, hasta situar su saldo a diciembre de 2008 en 151.848 millones de euros. Tanto la obra pública como la construcción de viviendas y otras construcciones requiere de financiación, toda vez que la operativa del proceso de construcción supone ejecutar parte de la obra con los recursos o financiación recibida por la empresa constructora y sobre esta obra terminada efectuar certificaciones para recibir financiación con la que proseguir el proceso de construcción. Estas certificaciones se suelen cobrar a 90 días en el caso de vivienda. En el caso de obra pública la dilación que se produce en el pago desde la iniciación de obra hasta la certificación es del orden de 6 meses o más.

El endeudamiento de la construcción y su evolución ha sido el siguiente:

Cuadro 17
Situación Financiera del sector

Crédito a la edificación	Datos anuales		Datos Trimestrales	
	2006	2007	2008	1 Trim. 2009
Saldos vivos (millones €)	134.317	153.453	151.848	141.308
Tasa crecimiento interanual (%)	33,3	14,2	1,0	-8,4

Fuente: Banco de España

Volvamos a la partida del crédito. Si analizamos la actividad edificadora a través de tres indicadores principales tales como el empleo en la construcción, el consumo de cerámica, y el consumo de cemento, observamos el siguiente comportamiento:

Cuadro 18
Evolución de los indicadores del sector de la construcción
(Tasas de crecimiento interanual)

Indicador	2007	2008	I Trim 2009
VAB en la construcción (CNTR)	3,5%	-3,3	-8,0%
Empleo en la construcción (afiliados SS)	1,8%	-14,4%	-38,0% ⁽¹⁾
Indicador de Confianza Construcción (*)	9	-23	-37
Cartera de Pedidos Construcción (*)	12	-19	-29
Consumo de cerámica ⁽²⁾	0,0%	-50,0%	-50,0%
Consumo de cemento	0,2%	-23,5%	-44,7%

*Saldo netos

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España - (1) Estimado - (2) Hispalyt

Estas cifras determinan que existe una fuerte contracción de la actividad constructora. Si nos referimos a los últimos trimestres del 2008 y primero del 2009 podríamos decir que la caída de la actividad en el sector está entorno al 30/40%. Si nos referimos al sector edificación de vivienda en particular, considerando que su peso aproximado es del 50% y suponiendo que la obra pública se mantiene constante, nuestras estimaciones determinan que la actividad edificadora de vivienda está cayendo un 60% o más.

Esto debería de haber determinado una contracción en el crédito otorgado a las empresas constructoras como mínimo del orden de 20/30%. Sin embargo, cuando observamos la cifra de endeudamiento de las empresas constructoras en el año 2008, vemos que éstas han disminuido su deuda tan sólo del orden de un 2%. ¿Qué está ocurriendo entonces? El fuerte endeudamiento de las constructoras, los elevados tipos de interés soportados y la debilidad de sus ventas impide que puedan atender a sus pagos, lo que ha determinado desde el tercer trimestre del año 2006 un incremento en la morosidad de estas empresas constructoras frente a las instituciones financieras, así como un incremento de la entrada de éstas en procedimiento concursal.

Cuadro 19
Morosidad

	2006	2007	2008
Promotoras	0,3	0,5	6,1
Constructoras	0,5	0,7	4,9

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España

Cuadro 20
Procedimiento concursal de acreedores
Número de empresas

	2006	2007	2008
Promotoras	52	87	490
Constructoras	143	165	632

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE

No se puede hacer frente a la carga de la deuda, y el nivel de edificación va disminuyendo. Así se crea un círculo vicioso o una caída en cadena. Como no se vende, las promotoras no pagan a las constructoras. Estas están también fuertemente endeudadas, y no pueden hacer frente a sus pagos frente a las instituciones financieras, ni frente a sus proveedores. A diferencia de la situación de las promotoras, que sí pueden refinanciar su deuda con las instituciones financieras porque existe un activo que puede servir de garantía, es difícil la refinanciación a las empresas constructoras al carecer de tales activos.

La consecuencia es que el incremento relativo de procedimientos concursales de acreedores en relación con la deuda que mantienen, es mucho mayor en las empresas constructoras que en las empresas promotoras.

¿Que puede esperarse?

Dadas las expectativas de escasa edificación para los próximos años, cabe esperar que más del 75% de las empresas constructoras vinculadas básicamente al sector de la construcción de viviendas desaparezca del mercado. Sólo podrán mantenerse aquellas que hayan diversificado más su actividad (obra pública, medio ambiente, energía, etc.)

Efectos sobre el empleo en la construcción

Los efectos de las malas expectativas sobre la evolución futura del sector de la construcción tendrán un efecto directo sobre el empleo en la construcción. Así, los afiliados a la seguridad social en la construcción cayeron un 14,4% en el 2008 y durante el primer trimestre del 2009 han caído un 38%.

Según nuestras estimaciones, y utilizando los datos de la EPA, pasaremos de los 2.752.526 ocupados en la construcción en el 2007 (año en el que se alcanzaron las cifras máximas de empleo en el sector) a 1.717.141 ocupados en el año 2009.

En total estimamos que, desde 2007 y hasta 2010, se destruirán del orden de 1.649.830 puestos de trabajo en el sector de la construcción. De esta forma, la importancia de este sector en el empleo total, pasará del 13,5% en el año 2007 al 6,3% en el año 2010, esto es, el peso de la construcción en el empleo total estimamos que se reducirá a la mitad.

Cuadro 21
Efectos de la crisis de la construcción sobre el empleo

Años	Peso de la construcción en el empleo total	Variación del número de ocupados
2007	13,52%	157.561
2008	12,11%	-299.101
2009	9,06%	-736.284
2010	6,32%	-614.452

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España

Los materiales de Construcción

Tal y como se muestra en el cuadro 22, existe en la actualidad sobre el consumo de cerámica y cemento una fuerte contracción en el índice de producción de estos productos. Esta recesión es la consecuencia de la caída de la primera fase del proceso de promoción y edificación.

Cuadro 22
Índice de producción en industrias afines a la construcción
Tasas de crecimiento

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009*
Madera y corcho excepto muebles	0,7%	1,6%	-2,0%	1,8%	-3,0%	-21,6%	-33,2%
Fabricación de productos de caucho y plásticos	1,7%	0,8%	2,0%	4,0%	-1,2%	-21,1%	-39,5%
Fabricación de otros productos minerales no metálicos	1,1%	6,2%	-2,2%	6,2%	0,7%	-6,6%	-36,5%
Metalurgia	1,5%	0,8%	5,0%	4,5%	4,4%	-9,6%	-31,2%
Fabricación de productos metálicos, excepto maquinaria y equipo	0,7%	1,6%	-2,0%	1,8%	-3,0%	-21,6%	-33,2%
Fabricación de muebles	0,2%	-1,2%	0,2%	8,7%	4,7%	-19,7%	-34,3%
Otras industrias manufactureras	0,2%	-3,3%	-4,5%	3,5%	0,2%	-7,7%	-28,0%

*Tasas de crecimiento interanual del índice medio de enero a abril

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España

La caída correspondiente a la segunda fase del proceso de edificación de las viviendas iniciadas hace un año se producirá en el periodo comprendido entre el primer trimestre de 2009 y el primer semestre del 2010, por lo que el conjunto de materiales de construcción utilizados en esa segunda etapa se contraerá en dicho periodo.

Así, si bien el Índice de Producción Industrial ha caído ya un -7% en el 2008 y un -21% en el primer trimestre del 2009, se espera que este indicador siga descendiendo como mínimo hasta el segundo semestre del 2010. Esta situación

es característica propia de España, ya que no se espera que en el resto de la Unión Europea caiga tanto la producción industrial, al no ser tan importante la exposición de su economía a la construcción.

Problemas de las empresas de materiales de construcción

Esta caída de la demanda de sus productos hará que la capacidad instalada en estas empresas sea de más de 4 veces la demanda requerida al sector. Es más, una vez reestablecido el equilibrio en el mercado de la vivienda, esto es, una vez asimilado el stock, o exceso de oferta de viviendas, la capacidad instalada seguirá siendo excesiva (del orden del 60%) ya que la edificación prevista, una vez logrado el equilibrio, no alcanzará los niveles existentes en los años previos al inicio de la recesión.

Se requiere por tanto una reestructuración del sector, con la desaparición de un número amplio de empresas. Esta desaparición se hará de forma secuencial comenzando por los productores de materias primas más básicas, hasta los distribuidores, fábricas de montaje y los talleres de perfeccionamiento y aplicación de valor añadido.

Estos efectos negativos producidos por la crisis del sector de la construcción se irán trasladando también hacia otros sectores como el transporte y logística, los seguros o la maquinaria de construcción.

La cadena de impagos iniciada en las empresas promotoras, y continuada por las empresas constructoras, está arrastrando al resto de actividades vinculadas de forma directa o indirecta con la construcción, que a la postre verán agravados sus problemas de falta de demanda con los financieros por falta de cobro, que se traducirán a su vez en dificultades de pagos de estas empresas que terminarán por aumentar el número de procedimientos concursales de acreedores en el conjunto de sectores citados.

LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS FRENTE A LA CRISIS DEL SECTOR INMOBILIARIO

Después de lo analizado en los apartados anteriores relativo a la situación presente y esperada del sector inmobiliario, así como de la edificación y sus materiales, pudiera parecer que a las instituciones financieras se les presenta una situación similar, sin embargo no es así.

Refiriéndonos exclusivamente a los créditos otorgados a personas físicas y a empresas inmobiliarias, estos están respaldados por una garantía real cuya relación valor de la garantía/ crédito, es igual o inferior al 80%.

Quiere decirse, que en el caso de impago, el crédito está garantizado por el valor del bien, lo que a efectos de las instituciones financieras significa cambiar un activo financiero por un activo real. La diferencia es que el primero genera intereses y el segundo constituye un lucro cesante.

Podríamos decir que bajo estas consideraciones la situación solamente afectaría a la rentabilidad de los activos de las instituciones financieras, sin embargo ello conlleva otra serie de situaciones: provisiones; minusvalías de activos, etc.

En el primer trimestre de este año 2009 la situación era muy dispar entre bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito, y a su vez, dentro de cada una de ellas, en cuanto a la relación que existe entre morosidad/recursos propios y morosidad/resultados de explotación.

No cabe la menor duda de que si estos activos son excesivamente elevados la situación de las instituciones financieras, en cuanto a solvencia, peligra. En principio, ello solo afecta a una parte de las mismas.

Hechas estas consideraciones básicas, parece que es de interés descubrir como se está actuando y cuales son las ventajas y los problemas que ésta actuación reporta a cada uno de los casos.

Cuadro 23
Situación de la morosidad total e inmobiliaria en las instituciones financieras
 (Datos del primer trimestre de 2009)

	Total	Bancos	Cajas	Coop. de crédito
Cuanto representa la morosidad sobre el patrimonio neto (doce últimos meses):				
Morosidad total/patrimonio neto	45,1%	27,9%	66,5%	92,6%
Morosidad vivienda/patrimonio neto	10,6%	4,6%	19,3%	17,8%
Morosidad constructoras/patrimonio neto	5,4%	3,3%	8,3%	9,7%
Morosidad promotora/patrimonio neto	13,9%	7,9%	24,2%	10,9%
Morosidad sector inmobiliario/patrimonio neto	29,9%	15,8%	51,8%	38,5%
Cuanto representa la morosidad sobre el margen neto (doce últimos meses):				
Morosidad total/margen neto	435,4%	239,4%	744,0%	1.733,1%
Morosidad vivienda/margen neto	102,4%	40,0%	215,8%	334,1%
Morosidad constructoras/margen neto	52,0%	28,0%	92,3%	182,0%
Morosidad promotora/margen neto	134,4%	67,6%	270,7%	204,9%
Morosidad sector inmobiliario/margen neto	288,9%	135,5%	578,7%	721,0%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

Crédito hipotecario a personas físicas

En el crédito hipotecario a personas físicas se están aplicando diferentes métodos a efectos de aminorar su impacto en la morosidad, aparte de las ayudas dadas por el ICO.

En el caso de impago, para evitar la ejecución, se está recurriendo a la compra del inmueble y cancelación de la deuda según el valor del bien en el mercado. El bien adquirido se comercializa y se recupera la totalidad o gran parte del crédito otorgado.

El problema fundamental que se está produciendo en este tipo de créditos es el fuerte incremento que está experimentando la morosidad debido al incremento del desempleo, lo que produce que los input sean mayores que los output, y que tal y como expusimos en la situación del sector, cuando hablamos del PIB y del empleo, esta situación seguirá siendo así hasta el año 2011 como mínimo, de no instrumentarse sistemas ágiles que permitan la rápida venta de estos activos, lo que nos llevara a que si estos bienes siguieran permaneciendo dentro de los activos de las instituciones financieras durante un largo periodo, se correrá el riesgo de minusvalía de los mismos, así como se incurrirá en los costes de mantenimiento del bien.

La situación en principio no es límite, salvo en el caso de que el volumen de los activos a adquirir sea muy grande, dado que la institución financiera se ve obligada a provisionar, así como a incurrir en los gastos añadidos derivados de adquisición y mantenimiento del bien.

Crédito a inmobiliarias

En el caso de las inmobiliarias se está actuando de la siguiente forma: Siempre que la garantía real sea suficiente, o bien el servicio de la deuda esté garantizado, se están renovando los créditos.

En el caso de que la garantía real no sea suficiente, o bien que el servicio de la deuda no quede garantizado, se están adquiriendo estos bienes (atendiendo a su valor de mercado) antes de recurrir a la ejecución y entrar en un procedimiento concursal en el que nadie sabe como va a salir. Esta situación evita a su vez pasar de provisiones del 30% del valor a provisiones del 10%.

¿Qué problema se nos desprende de lo expuesto en este tratamiento a las inmobiliarias?

2.1.) Si nos referimos a la renovación de los créditos y a la situación expuesta del sector inmobiliario, hay una gran debilidad de la demanda en el mismo y una expectativa de minusvalía en el tiempo. Las renovaciones de crédito no podrán ser indefinidas pues el valor de las garantías no justifica a futuro gran parte de la renovación de estos créditos.

Durante el año 2008, se ha efectuado una renovación de una parte importante de los créditos que vencían, y durante el año 2009 se está actuando de la misma forma.

Estos créditos estaban concedidos a 24/36 meses y se renuevan por periodos similares, durante los cuales se asegura que el servicio de la deuda esta garantizado.

El problema surgirá a partir de los años 2010/2011/2012 cuando venzan estos créditos y el flujo financiero generado por las empresas no permita la amortización, el valor de las garantías no sean suficientes por razón de haberse agotado y por las minusvalías esperadas.

Esto implicaría la necesidad de tener que adquirir los bienes o bien ejecutar las garantías.

¿Qué queremos decir con ello?, que el volumen de bienes adquiridos crecerá sensiblemente durante los años 2010/2011/2012.

2.2.) En el caso de los bienes adquiridos, según el cuadro anterior que hemos utilizado como encaje del sector inmobiliario (cuadro 23) y sus garantías con el sector financiero, observamos que más de un 40% de las garantías están constituidas por suelo y que ese suelo, a su vez, según expusimos en el apartado de las inmobiliarias, tendrá un encaje en el mercado entre 6 y 20 años.

Se debe mencionar que el monto total del crédito otorgado, respaldado

por suelo, representa del orden 120.000 millones de euros. Aunque solamente se adjudique una parte de esto, constituye un lucro cesante muy importante a largo plazo, con el peligro de minusvalías dada la tendencia general de precios en el sector.

Puede parecer que la política que se está aplicando no es la adecuada pues solamente prolongará la agonía en el tiempo, tanto de la promotora como de las pérdidas que se podrían trasladar a las instituciones financieras, sin embargo, no es así. Esta política permite dar un balón de oxígeno a las empresas en tanto en cuanto cada una aplica su política de reestructuración, y por otro lado permite en el tiempo periodicidad a través de la cuenta de resultados, las posibles minusvalías y realizar las provisiones necesarias.

Si atendemos a una simulación global del comportamiento de la deuda en el tiempo y sus consecuencias en relación con la cuenta de resultados, parece muy grave pero es perfectamente asumible por el consolidado de las instituciones financieras.

Volvemos a repetir que, en principio, y con carácter global esto es digerible, y en todo caso, diferente para cada una de las instituciones financieras dependiendo de sus fondos propios, exposición y morosidad.

Sector construcción

En el sector construcción, determinar el riesgo y las consecuencias que su situación transmitiría a las instituciones financieras es difícil de cuantificar, dado que la construcción engloba a obras públicas y a la edificación, pero entendemos que es muy importante, según se expuso en el apartado correspondiente.

El saldo que mantiene en el primer trimestre del año 2009, es de 141.308 millones de euros, y solamente ha descendido en los últimos 6 meses del orden del 10%, cuando la actividad constructora determina caídas mayores del 30%.

Observamos que en este sector la morosidad es muy alta, y si consideramos que ésta obedece al 60% de la actividad, nos determina que es superior a la que se está produciendo en el sector inmobiliario (4,96 que significa aproximadamente el 8% frente al 6,11 de la promotora).

El problema de los créditos otorgados a este sector, por lo general, es que no tienen garantía real. Cuando la promotora no paga a la constructora porque no vende y es insolvente, el bien se lo adjudica la institución financiera y la constructora no cobra.

Por todo lo expuesto entendemos que las pérdidas que puede producir este sector para las instituciones financieras son muy importantes, pero muy difíciles de calcular.

Cuadro 24
Estimación de la situación actual global del mercado inmobiliario en España: inmobiliarias; instituciones financieras;
y personas físicas

Datos a 31/12/2008

	Número de viviendas	Valor balance (millones €)	Crédito otorgado por instituciones financieras (millones €)	%
INMOBILIARIAS				
1	Viviendas terminadas no vendidas	105.774,01	70.775,60	22%
2	Viviendas en construcción	65.740,62	46.865,94	15%
3	Viviendas paradas	35.067,16	21.597,79	7%
4	Viviendas no iniciadas con proyecto	93.505,95	52.947,68	17%
	TOTAL	300.087,75	192.187,01	60%
5	Suelo residencial acabado, en promoción o gestión	36.998,43	61.664,05	19%
	TOTAL	48.256,47	37.753,50	12%
6	Otros activos inmobiliarios acabados, en construcción y suelo no residencial	26.427,45	26.427,45	8%
7	Otros activos inmobiliarios acabados en explotación	385.342,64	318.032,00	100%
	TOTAL			
OTROS ACTIVOS INMOBILIARIOS EN INSTITUCIONES FINANCIERAS				
Vivienda				
8	En venta por Instituciones Financieras	28.295	5.200,00	
9	Vivienda en sociedades instrumentales	34.871	10.000,00	
10	Morosidad personas físicas	81.621	15.000,00	
11	Morosidad promotoras	81.715	19.000,00	
	Suelo		49.200,00	
12	En venta por Instituciones Financieras	60.000		
13	Sociedades instrumentales	100.000		
14	Morosidad personas físicas			
15	Morosidad promotoras			
PERSONAS FÍSICAS				
16	Exceso de oferta de vivienda usada, rotación y especulativa	582.795		
	Total		64.718,00	
				I Trim. 2009
				6.625,00
				15.000,00
				18.631,00
				24.462,00
				64.718,00

Fuentes: Elaboración propia a partir de datos del Consejo Superior de los Colegios de Arquitectos, Consejo General de la Arquitectura Técnica, Ministerio de Vivienda y Banco de España