

TENDENCIAS EN EL SECTOR INMOBILIARIO ESPAÑOL: GLOBALIZACIÓN Y PERSPECTIVAS

IE Working Paper

EC8-121

15/07/2002

Alejandro Alvarado Boshell Ph.D.

Instituto de Empresa
Dept. of Finance
C/ María de Molina, 12, 5º
28006, Madrid – Spain
Alejandro.Alvarado@ie.edu

Abstract

El presente análisis arroja luz sobre las tendencias en la globalización del sector inmobiliario que han influenciado este mercado en España, basado tanto en una revisión de la literatura y en el análisis de datos primarios. La evidencia proporcionada por estudios recientes nos permite concluir que la diversificación internacional de la inversión inmobiliaria efectivamente reduce la volatilidad de las carteras. Sin embargo, algunos países ofrecen mayores beneficios de diversificación en el sector inmobiliario cuando su PIB tiene un nivel relativamente bajo de correlación con el PIB mundial. España es uno de estos países. Los flujos de inversión extranjera directa que ha recibido el sector inmobiliario español se han multiplicado por cuatro en los últimos cinco años, confirmando la internacionalización del mercado inmobiliario español. La inversión indirecta en el mercado de capitales del sector inmobiliario también ha aumentado considerablemente - la capitalización bursátil de este mercado esta cerca de los 1,500 millones de Euros, cuando hace solo 5 años era insignificante. Sin embargo, existe todavía una brecha importante por cerrar, considerando que en un mercado maduro como el norteamericano la capitalización bursátil representa cerca del 1.4% del PIB, mientras que en España este mercado representa menos del 0.3%. También se encuentra que la capitalización bursátil media de las inmobiliarias en bolsa en España es inferior a la media europea y de Gran Bretaña – 900 millones de euros versus 1,300 y 4,000 millones, respectivamente. Los patrones observados en la globalización del sector probablemente conllevarán a una mayor consolidación de la oferta en España y Europa, y al desarrollo del mercado inmobiliario en general, generando fuentes alternativas de capital y mejorando su liquidez. Se argumenta que dichos avances facilitan a que compañías de otros sectores puedan fortalecer sus actividades principales mediante la liberación de recursos improductivos que se encuentran atados a activos inmobiliarios.

Keywords

Real Estate, Capital Markets, Foreign Investment, Globalización.

Introducción

Globalización del Sector Inmobiliario – Tendencias e Implicaciones

La globalización del sector inmobiliario ha sido impulsada por la internacionalización de la inversión, particularmente a partir de los años 90 por inversores institucionales estadounidenses. Por lo tanto, el presente análisis sobre la globalización se ha desarrollado entorno al proceso de inversión inmobiliaria en mercados extranjeros, partiendo de los motivos que han dado lugar a la internacionalización, como es la diversificación. La evidencia proporcionada por estudios recientes nos permite concluir que, al igual que el caso de la inversión en renta variable, existen beneficios significativos de la diversificación internacional de la inversión inmobiliaria, los cuales se materializan principalmente en una reducción de la volatilidad de la cartera, justificando de esta manera la penetración en mercados extranjeros.

Sin embargo, cabe resaltar que entrar en un mercado inmobiliario extranjero implica costes y riesgos de aprendizaje del negocio local que no son pocos ni despreciables – e.g. aspectos contractuales, urbanísticos, fiscales, financieros, entre otros. Adicionalmente, la reducción de la volatilidad de las carteras de inversión resultante de la diversificación es limitada por el grado de correlación entre las economías (crecimientos en el PIB) de los mercados objetivos. Dado que el grado de correlación entre las principales economías ha aumentado substancialmente en la última década - integración comercial y financiera -, el "PIB mundial" es probablemente el factor determinante de los retornos de la inversión inmobiliaria en una cartera diversificada. No obstante, algunos países ofrecen mayores beneficios de diversificación en el sector inmobiliario cuando su PIB tiene un nivel relativamente bajo de correlación con el PIB mundial. España es uno de estos países.

Para invertir *directamente*, un inversor inmobiliario extranjero está obligado a dedicar un mínimo nivel de recursos y esfuerzos para obtener la masa crítica requerida en capital y capacidades locales que le permitan operar competitivamente. Los flujos de inversión extranjera directa que ha recibido el sector inmobiliario español se han multiplicado por cuatro en los últimos cinco años, pasando de menos de 1.300 millones de Euros a casi 5,000 millones en el año 2001. En proporción al PIB dicha inversión también ha aumentado considerablemente, aproximándose hoy en día al 1%. Esta evolución confirma que el mercado inmobiliario español ha aumentado su nivel de internacionalización considerablemente, lo cual aumenta las fuentes y volumen de capital, y la liquidez del mercado.

Un inversor inmobiliario también puede optar por invertir *indirectamente* vía fondos y/o sociedades de inversión inmobiliaria que cotizan en bolsa. Sin embargo este no es un sustituto perfecto a la inversión directa, dado que las características de este tipo de inversión se pueden asemejar más a una inversión en la bolsa de valores - mayor liquidez pero mayor volatilidad, incertidumbre y riesgo sistémico del mercado bursátil. La capitalización bursátil de este mercado en España esta cerca de los 1,500 millones de Euros, cuando hace solo 5 años era un mercado insignificante. Este desarrollo apoya la canalización de inversión extranjera hacia el sector inmobiliario. Cabe resaltar, sin embargo, que existe todavía una brecha importante por cerrar, considerando que en un mercado maduro como el norteamericano la capitalización bursátil de dicho mercado representa cerca del 1.4% del PIB, mientras que en España este mercado representa menos del 0,3%. Este potencial de desarrollo depende en gran parte de la participación de la inversión institucional en el mercado de capitales del sector inmobiliario.

Cabe resaltar que la capitalización bursátil media de las inmobiliarias que cotizan en bolsa en España es inferior a la media europea y bastante inferior a la media de Gran Bretaña – 900 millones de euros versus 1,300 y 4,000 millones, respectivamente. Estas diferencias, junto con los patrones observados en la globalización del sector, probablemente conllevarán a una mayor consolidación de la oferta en España y Europa.

La internacionalización de la inversión, y el auge y desarrollo del mercado de capitales contribuyen al desarrollo del mercado inmobiliario en general, generando fuentes alternativas de capital y mejorando su liquidez. Dichos avances también facilitan que compañías de otros sectores puedan fortalecer sus actividades principales mediante la liberación de recursos improductivos que se encuentran atados a activos inmobiliarios.

Coyuntura del mercado inmobiliario Español – Perspectivas 2002-3ⁱ

El mercado inmobiliario de *oficinas* ha experimentado un claro cambio de tendencia del ciclo alcista que comenzó en 1997. La demanda se redujo significativamente el año pasado – un 50% en Madrid y un 15% en Barcelona. Esto se puede explicar, en primer lugar, al extraordinario volumen de contratación – no de ocupación - registrado el año 2000 (con una decisiva importancia de los prealquileres para 2001 y 2002), y en segundo lugar a la desaceleración económica. No obstante, las tasas de desocupación con que se cerró el año (el 3,3% en Madrid y el 3,5% en Barcelona) demuestra un mayor equilibrio entre oferta y demanda, lo que estabilizará los precios en las zonas con menos oferta disponible, e incluso reajustará los precios a la baja en zonas con mayor oferta de espacio disponible (principalmente las zonas más lejanas en extra radios).

El mercado *industrial* todavía presenta una demanda relativamente estable aunque, si en períodos precedentes este segmento presentaba un retraso aproximado de 12 meses con respecto al de oficinas en cuanto al cambio de ciclo, la ralentización experimentada por la actividad industrial ha acortado este plazo de tiempo. Adicionalmente, desde el lado de la oferta se está produciendo una importante salida al mercado de bolsas de suelo para el desarrollo de nuevas actuaciones industriales impulsado principalmente por empresas públicas, lo cual puede suponer un riesgo de sobre oferta a medio plazo. Los productos requeridos tanto por la demanda, como por usuarios e inversores, son principalmente naves logísticas con buena ubicación y de elevados estándares de calidad.

El segmento de *centro comerciales* ha gozado de una estabilidad en las rentas a lo largo de los ciclos económicos durante la última década y media. Este atractivo ha facilitado que inversores extranjeros tengan una participación activa, y hayan tomado provecho de las oportunidades de inversión que ha ofrecido este mercado en los últimos años. Los promotores nacionales, por su parte, han tenido el protagonismo en el desarrollo, implantando nuevos conceptos comerciales (e.g. factory outlets, centros de ocio, parques comerciales). Esta evolución ha aumentando la superficie bruta alquilable per capita nacional (179 m²) a niveles cercanos de la media europea (195 m²), y se puede prever que seguirá aumentando. Sin embargo, las perspectivas a corto plazo del mercado están condicionadas a la dinámica del consumo, el cual está creciendo a ritmos inferiores que en años precedentes. Esta evolución explica en parte la mayor disponibilidad observada en los denominados ejes secundarios, aunque en los ejes “*High Street*” sigue detectándose una escasez de espacio.

Finalmente, no se observa una tendencia hacia la convergencia en las rentas inmobiliarias en las principales ciudades de la zona del euro, con la posible excepción del segmento de centros comerciales. Cabe resaltar también, que, desde que se puso en marcha el euro, Barcelona se ha convertido en el segundo mercado más costoso de naves industriales (luego de estar en el puesto 7), y Madrid a pasado a ser la cuarta ciudad más costosa en el segmento de oficinas (luego de estar en el puesto 9).

El sector inmobiliario - el cual podemos definir como construcción y servicios, e inversión en promociones y en activos inmobiliarios en renta – ha seguido durante la última década a otros sectores en el proceso de globalización de actividades. Mientras en la actividad de construcción y servicios grandes compañías competitivas han expandido su oferta internacionalmente, inversores - principalmente institucionales (algunos formando parte de grupos inmobiliarios) - han internacionalizado sus activos. Podemos suponer que el proceso de internacionalización de la inversión inmobiliaria es el motor de la globalización del sector, ya que a su vez genera demanda por la prestación de servicios globales relacionados con el sector. Por lo tanto el presente análisis se ha enfocado en evaluar el proceso de internacionalización de la inversión inmobiliaria, y los factores determinantes de la estrategia de inversión en mercados extranjeros. Asimismo, analizará los avances en este campo en el mercado inmobiliario español.

Globalización del Sector Inmobiliario – Tendencias e Implicaciones

Tendencias en el sector

Podemos resaltar primero algunas tendencias en las cuales se puede enmarcar el proceso de globalización del sector inmobiliario. Este sector ha experimentado generalmente un retraso en la aplicación de nuevas herramientas y conceptos financieros y económicos (e.g. Greer, R. 1997), siendo EEUU quien ha liderado el desarrollo en este campo, tal como el desarrollo de los mecanismos para la creación de un mercado de capitales en el sector inmobiliario (e.g. titularización de activos inmobiliarios).ⁱⁱ Teniendo en cuenta este antecedente, no debe resultar extraño que la dinámica de los flujos de inversión internacional en sectores inmobiliarios haya estado también rezagada en relación con otros sectores. Sólo a partir de la década de los años 90 se evidencia una tendencia consistente por parte de inversores institucionales del sector inmobiliario – inicialmente de EEUU, y luego de Gran Bretaña, Alemania y de algunos países asiáticos - a internacionalizar sus inversiones buscando diversificar sus carteras, e inversiones “oportunistas” con alto potencial de rentabilidad.

La puesta en marcha del Euro contribuye a distanciar la percepción que ha tenido el inversor extranjero institucional del sector inmobiliario español como un mercado volátil sujeto a un alto riesgo cambiario. El Euro también ha impulsado las inversiones inmobiliarias a través de fronteras dentro de la unión monetaria (UM), liderada en particular por fondos de inversión. Igualmente, la UM ha permitido el desarrollo de nuevas oportunidades en el sector, tal como nuevos inquilinos multinacionales, la reorganización de la logística de distribución, la “Europeización” de las costas Españolas en el mercado de segunda residencia, y a su vez ha facilitado la imitación y desarrollo de conceptos exitosos de comercio basado en ocio y en franquicias.

Los primeros flujos de inversión extranjera inmobiliaria que llaman la atención surgen a finales de los años 80 cuando compañías japonesas, tras disfrutar de un periodo prolongado de bonanza

inmobiliaria y una apreciación pronunciada del Yen, diversifican sus activos adquiriendo inmuebles emblemáticos en EEUU. Los inversores estadounidenses - que tradicionalmente invertían exclusivamente dentro de sus fronteras debido al tamaño y oportunidades en este mercado - comienzan a buscar oportunidades en el extranjero tras una caída pronunciada en sus mercados inmobiliarios y la crisis de las entidades de "S&L's".ⁱⁱⁱ La reestructuración financiera del sector inmobiliario que sigue a dicha crisis da la pauta para un desarrollo acelerado del mercado de capitales del sector (e.g. CMBS, REITs)^{iv}. Cabe resaltar que los avances del sector inmobiliario durante la última década (1991-2001) han estado apoyados por una expansión económica prolongada sin precedentes que conllevan a una fuerte sobre inversión del sector productivo y una burbuja en el mercado de capitales. También es importante destacar la tendencia hacia la globalización de la base de inquilinos de calidad (e.g. AAA – A), lo cual ha llevado a que, a nivel mundial, más del 50% de los inmuebles con calidad de inversión para un inversor institucional se encuentren fuera de Estados Unidos (Linneman, 2001).

Estos hechos nos ayudan a explicar dos tendencias. Primero, inversores estadounidenses institucionales, habiendo ya diversificado geográficamente sus carteras inmobiliarias a nivel domestico, profundizan la internacionalización de estas aprovechando una situación general de balances ricos en caja, y teniendo un mercado local relativamente recalentado (lo cual dificulta seguir consiguiendo altas tasas de rentabilidad). Segundo, el desarrollo del mercado de capitales inmobiliarios en EEUU sirve de base para que otros países inicien esfuerzos en esta dirección – e.g. titularización tanto de bienes inmuebles como de carteras hipotecarias (CMBS). La primera tendencia se ve reflejada en los flujos de capitales estadounidenses hacia Europa, y la segunda abre mecanismos alternativos para la inversión en el sector inmobiliario.

Evolución en la zona Euro

El Reino Unido ha liderado el desarrollo del mercado de capitales del sector inmobiliario en Europa – tiene el 58% de la capitalización bursátil del conjunto de inmobiliarias europeas que cotizan en bolsa, más del 90% del mercado de CMBS en Europa, y la capitalización bursátil de los fondos de inversión inmobiliaria supera los 12,000 millones de Euros.^v Adicionalmente, el Reino Unido es la base desde la cual inversores institucionales norteamericanos penetran mercados de la zona del Euro y de otros países del continente. Paralelamente, una vez que las paridades de las monedas europeas se hacen realidad (1998) el proceso de inversión a través de fronteras dentro de la zona Euro toma forma, liderado por inversores institucionales de Alemania. El Euro también ha impulsado a que la inversión extranjera directa no institucional sea particularmente importante en España, donde las costas ibéricas se han convertido en el mercado europeo de segunda residencia de mayor importancia en el continente.

En contraste con las economías anglosajonas, analistas del sector han observado que en Europa existe una tendencia a favorecer la inversión directa en inmuebles en relación con inversiones bursátiles. Dado que la prima de rentabilidad de la inversión inmobiliaria en renta está determinada en gran parte por el balance entre el capital dispuesto a invertir en inmuebles y la demanda de inmuebles por parte de inquilinos, el "apetito" por bienes inmuebles en Europa ayuda a explicar por que la tasa media de dicha prima en la rentabilidad sea relativamente baja – entre 5 y 6% para inmuebles de calidad en los últimos años. En otras palabras, estos bajos niveles de la prima en la rentabilidad reflejan en parte una relativa abundancia de capital disponible para inversión directa en inmuebles. Dado que podemos suponer que para el inversor inmobiliario que

busca oportunidades en el extranjero la obtención de altos niveles de rentabilidad (ajustado al riesgo) es de igual o mayor importancia que la diversificación *per se*, estos niveles no resultarán particularmente atractivos para un inversor pasivo de largo plazo estadounidense, quien podría obtener niveles de rentabilidad mayores en su propio mercado.^{vi} Por lo tanto, podemos suponer que el mercado Europeo será relativamente más atractivo para inversores extranjeros sofisticados de tipo oportunista.

Inversores oportunistas versus pasivos

Es importante mencionar que el inversor de tipo oportunista tiene objetivos muy diferentes al inversor pasivo institucional de largo plazo. Las inversiones inmobiliarias de tipo oportunista buscan altos niveles de rentabilidad en operaciones que surgen a partir de privatizaciones, activos bajo estrés financiero (*distressed assets*), reestructuraciones financieras, regeneración y valorización urbana.^{vii} Algunas de estas oportunidades están fuertemente determinadas por el ciclo económico, particularmente en situaciones de escasez de capital. El horizonte medio de este tipo de operaciones esta entre 3 y 5 años, y la estrategia de salida suele estar basada en el mercado de capitales.

Para el inversor pasivo de largo plazo – e.g. fondos de pensiones – la decisión de inversión esta determinada fundamentalmente por el flujo de caja neto generado por el inmueble y su estabilidad en el tiempo, donde la diversificación a través de mercados adquiere mayor importancia. Mientras los inversores oportunistas utilizan el mercado de capitales como estrategia de salida (*venta*), los inversores pasivos de largo plazo utilizan dicho mercado para realizar sus inversiones (*compra*).

Beneficios teóricos y empíricos de la diversificación

Cabe recordar que la base de las teorías modernas sobre gestión de carteras de inversión - *Modern Portfolio Theory* (MPT) - recae sobre los beneficios de la diversificación y sugiere el ideal de tener un portafolio que contenga todos los activos del mercado en proporción a su capitalización en el mercado.^{viii} Visto desde un punto de vista practico, una cartera de inversión mejora su rentabilidad ajustada al riesgo si se incluyen activos que no estén correlacionados, o con una correlación negativa, con los otros activos de la cartera (covarianza entre activos en la matriz de varianza-covarianza). Por lo tanto, un inversor inmobiliario local podrá mejorar la rentabilidad ajustada al riesgo de su cartera adquiriendo inmuebles en otros mercados / países, asumiendo que estos últimos no están perfectamente correlacionados con los mercados a los que esta expuesta su cartera.

Cabe anotar la salvedad que la MPT utiliza como supuesto fundamental una distribución normal de los retornos para concluir que una cartera obtiene ganancias si diversifica combinando activos que no estén correlacionados perfectamente. Brown (2001) examina un mercado inmobiliario de inversión privada directa entre 1983 y 1998 en California, y observa que los retornos en este tipo de mercado – caracterizado generalmente por ser ineficiente, ilíquido, indivisible, con bienes heterogéneos – no tienen una distribución normal. Brown (2001) concluye por lo tanto que no es posible aplicar directamente MPT en el mercado inmobiliario privado.

A pesar de dicha nota metodológica, posiblemente la diferencia fundamental del sector inmobiliario con los demás sectores es que el “producto” no es movable, y por lo tanto la dinámica competitiva del sector ha sido tradicionalmente local. Dado que existen factores económicos fundamentales relacionados con la localización que afectan el mercado - diferentes al precio y la calidad -, se puede esperar que la correlación en los cambios del valor de la propiedad a través de mercados (ciudades) deberán disminuir a medida que las distancias entre mercados (ciudades) sean mayores. Teniendo en cuenta estas características se podría prever con un buen nivel de confianza que la internacionalización de activos inmobiliarios es una estrategia adecuada para diversificar carteras de inversión inmobiliaria.

Aunque hay dificultad en la obtención de datos históricos comparables sobre retornos de la inversión inmobiliaria a un nivel internacional, estudios realizados en los últimos años han logrado demostrar los beneficios de la diversificación internacional de inversiones inmobiliarias, inclusive en relación con la renta variable (Bajtelsmit, V.L. and Worzala, E.M., 1995; Eicholtz, 1995; Eicholtz and Hartzell, 1996; Eicholtz et. al., 1998; Liu and Mei, 1998; Gold, B., 1995; Liu, Hartzell, and Hoeseli, 1997; Gordon, Canter, y Webb, 1998; Chua, 1999). Sin embargo, el trabajo reciente de Case, B., Goetzmann, W., y Rouwenhorts, G. (NBER, 2000), sugiere que la correlación entre mercados internacionales del sector inmobiliario es sorprendentemente alta, y por tanto, las ganancias de diversificación internacional de la inversión inmobiliaria son limitadas. Los autores, analizaron 22 mercados (ciudades) en 21 países durante un periodo de 11 años (1987-1997) y encuentran que el factor determinante al cual se le puede atribuir dicho nivel relativamente alto de correlación entre mercados es el PIB mundial. Esto indica que la inversión en el sector inmobiliario es una apuesta esencialmente en los fundamentos macro-económicos del país (PIB), y que a su vez las variaciones en los PIB entre países están cada vez más correlacionados entre sí dada la creciente integración financiera y comercial a nivel mundial.

Adicionalmente, Goetzmann and Wachter (1996) anotan que la crisis sufrida a principio de los años 90 afectó a la mayoría de los principales mercados inmobiliarios en el mundo. Ling y Naranjo (2000), quienes realizan un trabajo empírico sobre 600 compañías en 28 países, también encuentran una correlación alta de los retornos del sector inmobiliario entre países. Es decir, los beneficios de la diversificación internacional de la inversión inmobiliaria son limitados y posiblemente inferiores a lo que tradicionalmente se creía.

Sin embargo, en algunos (8 de 21) de los países estudiados por Case et. al. (2000), el efecto neto de la producción local (PIB local neto de efectos del PIB mundial) tiene mayor importancia que los efectos netos de cambios en el PIB mundial. Estos países por lo tanto generan mayores beneficios para una estrategia de diversificación internacional. **España** es uno de estos países: su sector inmobiliario industrial esta determinado principalmente por la dinámica local, neta de los efectos del PIB mundial.^{ix} Para el sector de oficinas el efecto neto local también es considerable en relación con el efecto global. El sector de comercio parece verse afectado igualmente por efectos locales netos y globales.

Los resultados de dicho estudio también permiten concluir que los beneficios de la diversificación internacional de las inversiones inmobiliarias en general son mayores en el sector industrial, seguido por los sectores de oficinas y de comercio (Gráfico 1).^x Así mismo se puede afirmar que dichos beneficios son similares para el sector inmobiliario y la renta variable en general, donde la

volatilidad de una cartera se puede reducir hasta más del 50%. De otra parte, Ling y Naranjo (2000), también encuentran que el factor local en el sector inmobiliario es estadísticamente significativo en el 91% de los casos, lo que confirma que si existen oportunidades de diversificación, a pesar de los resultados mencionados con anterioridad.

Para ilustrar de una manera informal pero sencilla los beneficios potenciales de diversificación internacional en el sector, podemos comparar la dinámica de la actividad edificadora en diferentes mercados - España, EEUU y una economía emergente (Gráfico 2).^{xi} La gráfica sugiere un bajo nivel de correlación entre dichos mercados, inclusive menor aún entre la economía emergente y las avanzadas. Por lo tanto, en promedio, una cartera de inversión expuesta a los tres mercados podría mejorar su rentabilidad ajustada a la volatilidad, y además, si se logra desarrollar un buen olfato para manejar eficazmente los ciclos, los beneficios podrían ser sustanciales: infra-ponderar mercados que hayan disfrutado de una bonanza (antes del típico exceso de oferta), y sobre-ponderar mercados que hayan tocado el fondo en una recesión.

Evolución de la inversión extranjera directa (IED) en España

La dinámica de la "globalización" se refleja en parte en los flujos de inversión extranjera. En España los flujos entrantes de inversión extranjera, tanto de cartera como directa, han crecido significativamente. Sin embargo, estos flujos han estado sujetos a fuertes fluctuaciones en los últimos años.^{xii} En contraste con dicha volatilidad, la IED en inmuebles, que ha tenido un crecimiento sostenido de más del 30% anual desde 1993, se caracteriza por su estabilidad. La IED en inmuebles pasó de representar el 0.16% del PIB en 1993 (600 millones de euros) al 0.88% (4,800 millones de euros) el año pasado (gráfica 3). Este aumento relativo al PIB de la inversión extranjera directa en el sector inmobiliario refleja la importancia que ha adquirido la inversión extranjera en los mercados inmobiliarios Españoles, y su creciente internacionalización.

El camino recorrido por inversores internacionales, que han optado por penetrar directamente en nuevos mercados, ha revelado las divergencias existentes en los mercados inmobiliarios de los distintos países. Esto implica barreras y retos considerables para el inversor internacional en general. Primero, los derechos legales de los inquilinos varían significativamente según el país y el segmento (oficinas, comercio, residencial, industrial).^{xiii} Segundo, las implicaciones tributarias en la adquisición, posesión, y venta de activos inmobiliarios varían significativamente, inclusive dentro de un mismo país. Adicionalmente, los riesgos de litigio que suponen las relaciones contractuales con constructoras son altos cuando se desconoce la idiosincrasia de la industria local, a la cual el extranjero tendrá que adaptarse. Las normas urbanísticas locales generalmente son complejas y requieren asesoramiento local en el proceso de solicitud de licencias. El extranjero también requerirá apoyo local que le permitan mejorar el resultado de las negociaciones con las autoridades locales. Dado que la financiación de operaciones inmobiliarias está generalmente condicionada a una evaluación llevada a cabo por agentes locales, el acceso a financiación de los inversores extranjeros no institucionales puede verse limitado. El nivel de desarrollo del mercado de capitales del sector inmobiliario puede ser precario, lo cual limita las posibilidades para la estrategia de salida de las inversiones realizadas. En algunos casos la inversión extranjera en activos inmobiliarios tiene restricciones, y obliga al extranjero a desarrollar estructuras legales creativas para poder tener acceso a dichos mercados.^{xiv}

Hay que tener en cuenta también que muchas economías, incluyendo las avanzadas, tienen un mercado inmobiliario con un nivel de desarrollo precario – e.g. pocas transacciones significativas, no hay un proceso eficiente de formación de precios, los usuarios de inmuebles normalmente son a su vez los propietarios – lo cual implica mayor volatilidad y falta de liquidez. La cobertura del riesgo cambiarío es costosa y en la práctica sólo se aplica en el corto plazo; la complejidad y los costes de cubrir flujos de caja a largo plazo son demasiado altos. Finalmente, pero no de menor importancia, las buenas oportunidades en el sector inmobiliario tienden a ser poco transparentes, y por tanto el acceso a dichas oportunidades requiere de buenos contactos locales donde el inversor local tiende a estar en clara ventaja sobre el extranjero.

Los condicionantes mencionados exigen al inversor directo internacional tener un conocimiento detallado del mercado local, el desarrollo de redes de contactos, e implican sobre-costes y riesgos durante el proceso de aprendizaje, lo cual nos ayuda a explicar por qué la actividad inmobiliaria tiende a ser local por excelencia. Los sobre-costes de penetrar en un mercado extranjero de una manera directa son analizados por Eichholtz, P., Koedijk, y K., Schweitzer, M. (1997) para el período comprendido entre 1985 y 1997. Los autores estiman que la prima de mayor coste de diversificar internacionalmente implica un descuento del 2.7% en la rentabilidad - diferencia entre la rentabilidad media anual entre compañías internacionalizadas y compañías con operaciones locales (EEUU) exclusivamente.

Linnenman (2001) observa que el inversor inmobiliario tendrá que lograr una masa crítica de capital y de infraestructura propia mínima para poder operar competitivamente a nivel local, lo cual supone una barrera importante para el inversor inmobiliario promedio. Como se mencionó anteriormente, para lograr conseguir un retorno superior a la media del mercado es necesario tener establecido contactos y redes locales que permitan tener acceso a oportunidades excepcionales de compra en el momento adecuado. Dado que los inversores locales tendrán ventajas en este sentido, los extranjeros por si solos, tenderán a obtener las oportunidades de negocio que seguramente ya habrían sido descartadas por los locales, o entrar en operaciones con precios ya "recalentados".

De otra parte, existe evidencia empírica que confirma la existencia de economías de escala importantes en el sector inmobiliario, tanto en la inversión directa como en la indirecta. Por ejemplo, Downs y Sommer (2001) comprueban empíricamente la existencia de economías de escala significativas en la inversión inmobiliaria examinando las carteras de inversión de los fondos de pensiones y de aseguradoras. Los autores encuentran que el tamaño de la cartera de inversión tiene un impacto positivo sobre la probabilidad de invertir en el sector inmobiliario, y sobre la importancia de dichas inversiones en relación con el tamaño de la cartera. Adicionalmente, Conover, Friday, y Howton (1998), al analizar los retornos de 1200 inmobiliarias en 20 países durante 11 años, concluyen que las inmobiliarias grandes no solo logran obtener mayores retornos de su inversión, si no que con una volatilidad estadísticamente menor a los retornos de las inmobiliarias pequeñas.

Estos retos para la inversión inmobiliaria en el extranjero nos ayudan a explicar el proceso de consolidación que ha venido experimentando la oferta del sector inmobiliario dentro del entorno institucional. En los últimos años ha aumentado el ritmo de fusiones y adquisiciones en el sector, y se prevé que dicho proceso continuará hasta que las grandes empresas consoliden su poder en sus mercados locales (con la gran salvedad del segmento residencial), y se fortalezcan para poder penetrar en mercados extranjeros.

Cabe resaltar que las cuatro inmobiliarias institucionales (cotizadas en bolsa)^{xv} en España tienen una capitalización bursátil media inferior a los 900 millones de Euros, mientras la media para el conjunto de la Zona Euro (21 inmobiliarias) es de 1,300 millones de Euros, y la media de las siete principales inmobiliarias en el Reino Unido es de casi 4,000 millones de Euros. Estas diferencias entre países también se ven reflejadas en la capitalización bursátil del sector (ver cuadro). Las presiones competitivas generadas por los procesos de globalización en el sector inmobiliario probablemente conllevaría a que estas diferencias en tamaños medios se reduzcan vía fusiones y adquisiciones, consolidándose de esta manera el sector en Europa.

Capitalización Bursátil		
(Millones Euros)		
Benelux	6.773	10%
Francia	10.535	16%
España	3.466	5%
Suecia	3.094	5%
RU	37.260	58%
Otros	3.666	6%
Europa	64.794	100%

Alternativas de la inversión extranjera y el mercado de capitales del sector inmobiliario

Teniendo en cuenta este panorama, el inversor extranjero suele desarrollar alianzas estratégicas con operadores locales para invertir directamente (e.g. alianza de Morgan Stanley con Ferrovial). El inversor, sin embargo, también tiene la opción de invertir indirectamente (e.g. Fortis Investments) vía fondos inmobiliarios y/o sociedades de inversión inmobiliarias – mecanismos que han sido adaptados del modelo estadounidense de los REITs. Esta alternativa, sin embargo, esta condicionada por el nivel de desarrollo del mercado de capitales del sector inmobiliario en el país objetivo. Por consiguiente, el desarrollo de dichos mecanismos de inversión permite al país canalizar recursos de inversores extranjeros de tipo pasivo y de aquellos que no estén en capacidad de sobrepasar las barreras a la penetración directa de un mercado extranjero.

España ha logrado avances significativos en este campo en los últimos años. España pasó de tener un desarrollo casi inexistente a mediados de los 90 a tener a finales del 2001 una capitalización bursátil de los fondos y sociedades de inversión inmobiliaria equivalente a un 0.27% del PIB (1,450 millones de Euros). Este desarrollo lo podemos comparar con el mercado más avanzado – EEUU. La gráfica inferior nos indica la evolución de los mercados de fondos y sociedades de inversión en el sector inmobiliario durante la última década en proporción al PIB en España y en EEUU^{xvi}. Hace una década EEUU rondaba por un nivel de desarrollo relativo al de España actualmente. Hoy en día el mercado de capitales inmobiliario norteamericano esta cerca del 1.4% del PIB (155,000 millones de Euros). Aunque esta tendencia refleja un avance significativo, también pone en evidencia la brecha existente que falta por cerrar (esto, sin tener en cuenta aún los CMBS). Por lo tanto, se podría esperar que el mercado de capitales del sector inmobiliario siga creciendo en porcentaje al PIB, probablemente hasta llegar a una fracción del nivel de desarrollo estadounidense equivalente a la proporción entre el total de la capitalización bursátil española en

porcentaje al PIB y dicho dato para EEUU.^{xvii} Cabe resaltar, que la atractiva rentabilidad de dichos fondos en los últimos años (más del 7% en el 2001 - doblando la rentabilidad de la renta fija a corto plazo), y la estabilidad de sus retornos, en claro contraste con la renta variable, han contribuido al crecimiento de estos mecanismos de inversión.^{xviii}

Vale la pena resaltar algunos patrones de desarrollo del mercado de los REITs en EEUU relacionados con la evolución de la inversión institucional, ya que muy probablemente podrán tener implicaciones importantes para el patrón de desarrollo en España. Analizando el proceso de desarrollo en Estados Unidos, Clayton y MacKinnon (2000) anotan que el crecimiento del mercado de capitales del sector inmobiliario esta directamente relacionado con el grado de participación de la inversión institucional en estos mercados, quienes - anotan los autores - buscan una alternativa de inversión en el sector con " mayor liquidez y velocidad " en relación con la adquisición directa de inmuebles. Adicionalmente, Ciochetti (2000) encuentra que los inversores institucionales en Estados Unidos tienen una preferencia (estadísticamente significativa) por fondos de inversión inmobiliaria (REITs) que tengan una mayor capitalización bursátil y liquidez, desfavoreciendo fondos pequeños de limitada liquidez. Teniendo en cuenta que la participación de la inversión institucional en el mercado de capitales del sector inmobiliario en EEUU creció exponencialmente durante los años 90 (^{xix}), Ciochetti (2000) argumenta que dicha preferencia en la selección de REITs por parte de los inversores institucionales ha conllevado a que existan diferenciales significativos en los precios de los REIT's según tamaño y liquidez. Por lo tanto, las REIT's con características favorecidas por las preferencias de los inversores institucionales tuvieron una rentabilidad superior al del mercado, y en parte explica la " burbuja " experimentada en este mercado a mediados de los años 90.

Desventajas de la inversión inmobiliaria indirecta

Sin embargo, la inversión indirecta vía fondos y sociedades inmobiliarias también tiene sus inconvenientes y no son sustitutos perfectos a la inversión directa en inmuebles en renta.^{xx} En primer lugar, los analistas resaltan la falta de transparencia en la información sobre las inversiones realizadas. Adicionalmente, las inversiones están sujetas a mayor incertidumbre desde el punto de vista del flujo de caja, lo cual contrasta con una posición directa en un activo inmobiliario que permite proyectar con cierta precisión dicho flujo. El precio de las acciones de los fondos o sociedades inmobiliarias están sujetos a los vaivenes de la bolsa por lo que dichas inversiones implican una volatilidad adicional.

Clayton, J. and MacKinnon (2001), por ejemplo, mediante un análisis econométrico, atribuyen parcialmente el descuento existente en precio de las acciones de los REITs en relación con su VAN (Valor de los Activos Netos) a la volatilidad adicional generada en el mercado por los denominados "noise traders", quienes especulan en función de la percepción del mercado y no de los fundamentos económicos del sector.^{xxi} Esto a conllevado a que las inversiones indirectas en el sector inmobiliario vía el mercado de capitales puedan tener una mayor correlación con el mercado de valores que con el sector inmobiliario en sí. Sin embargo, cabe resaltar que Clayton, J. and MacKinnon (2000), en un trabajo anterior, encontraron que a partir de la década de los 90's,

gradualmente los retornos de los REIT's han aumentado su dependencia de los retornos del sector inmobiliario real, y han disminuido su dependencia de los índices bursátiles.

Es importante anotar, sin embargo, que Downs y Sommer (2001), quienes exploran los determinantes de la inversión inmobiliaria en carteras de inversión de fondos de pensiones y de aseguradoras, encuentran que para este tipo de inversores la inversión inmobiliaria indirecta no es un sustituto a la inversión directa en el inmueble. Por el contrario, existen sinergias en la gestión de carteras de inversión inmobiliarias que explica una asociación positiva tanto en la probabilidad de tener inversiones inmobiliarias directas e indirectas, como en el porcentaje del total de la cartera que representan estas inversiones inmobiliarias. Es decir, es más probable que un fondo realice inversiones inmobiliarias directa e indirectamente (REITs) a que realice sólo inversiones directas o solo indirectas.

Convergencia en los precios / rentas en la zona Euro

La puesta en marcha del Euro ha facilitado identificar las diferencias en precios de bienes y servicios entre países, y ha ejercido presión hacia una convergencia en precios en muchos mercados. Aunque los niveles de precios y de rentas del mercado inmobiliario están regidos por factores locales, los analistas inmobiliarios han venido especulando sobre una supuesta convergencia en precios y rentas entre las principales ciudades Europeas. Esta hipótesis esta fundamentada en la convergencia que se ha venido experimentando en la renta per cápita entre los países miembros de la UM. Aunque todavía es prematuro llegar a una conclusión definitiva, es interesante poder analizar la tendencia que han tenido las diferencias en precios y rentas entre las principales ciudades en los últimos años en los principales segmentos del mercado inmobiliario (oficinas, industrial, y comercial).

Una evaluación preliminar de la desviación estándar entre las rentas de las principales ciudades europeas (incluyendo y excluyendo Londres) nos indica que las diferencias en rentas han aumentado (Tablas 1 – 3). La única excepción en la que dicha tendencia no es clara es el sector inmobiliario del comercio, donde las diferencias en las rentas parecen haber disminuido desde 1997 hasta el 2001. Esta tendencia es más clara si se consideran solo las 7 principales ciudades (excluyendo Londres y París).

Estableciendo un ranking (de mayor a menor) de las rentas en las ciudades en este periodo de tiempo nos permiten hacer las siguientes observaciones:

Mercado Industrial

- Barcelona pasa de ser una de las menos costosas (puesto 7) a ser una de las más costosas (puesto 2)
- Mientras tanto, Madrid pasa de ser una de las más costosas (puesto 3) a estar cerca del promedio (puesto 5).

Mercado Comercial

- Los ranking son muy estables durante el periodo
- Madrid y Barcelona se sitúan entre los puestos 7 y 9 a lo largo del periodo

Mercado de Oficinas

- Madrid pasa del puesto 9 al número 4, reflejando un aumento en precios y renta superior a la media Europea
- Barcelona pasa de ser la menos costosa al puesto 8.
- Las 3 ciudades más costosas se mantienen en su Ranking (Londres, París y Estocolmo)

Tablas 1. Oficinas

OFICINAS	Euros		Precios = 1997				
	1990	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Amsterdam	170	182	239	267	294	297	350
Stockholm	374	278	321	363	402	532	521
Berlin	306	276	288	291	320	355	350
Bruselas	192	199	205	209	219	213	233
MADRID	397	198	202	248	284	351	458
Milan	413	232	232	254	275	316	406
Viena	304	217	226	246	248	243	242
Barcelona	325	159	166	191	228	267	275
London	0	0	926	945	1091	1315	1369
Paris	0	267	457	477	497	637	733
Average			326	349	386	453	494
Average 7 Cities			245	268	292	330	366
Stdev ALL			226	225	262	330	342
Stdev 7 Cities			44	49	59	104	106

Fuente: Europroperty, ULI, Aguirre & Newman

RANKINGS 1997 - 2001

	RENTAS INICIALES	RENTAS FINALES	CRECIMIENTO MEDIO RENTA	DESVIACION ESTÁNDAR
London	1	1	6	7
Paris	2	2	5	9
Stockholm	3	3	4	10
Berlin	4	6	8	3
Amsterdam	5	7	7	5
Milan	6	5	2	8
Viena	7	9	10	1
Bruselas	8	10	9	2
MADRID	9	4	1	4
BARCELONA	10	8	3	6

Tablas 2. Comercio

COMERCIO		Euros				
		1997	1998	1999	2000	2001
Amsterdam		864	886	1182	1250	1500
Stockholm		829	963	856	1230	1070
Berlin		2363	2398	2449	2571	2510
Bruselas		1117	993	1166	1241	1365
MADRID		865	1154	1082	1442	1442
Milan		1162	1033	1033	1291	1705
Viena		1174	1304	1435	1522	1739
Barcelona		865	1010	1010	1118	1298
London		4975	4508	4262	4262	4525
Paris		5549	4268	4726	5335	5945
Average		1976	1852	1920	2126	2310
Average 7 Cities		1196	1247	1315	1507	1619
Stdev ALL		1794	1407	1431	1489	1623
Stdev 7 Cities		536	526	530	483	452

Fuente: Europroperty, ULI, Aguirre & Newman

RANKINGS 1997 - 2001

	RENTAS INICIALES	RENTAS FINALES	CRECIMIENTO MEDIO RENTA	DESVIACION ESTÁNDAR
Paris	1	1	8	7
London	2	2	10	3
Berlin	3	3	9	1
Viena	4	4	5	2
Milan	5	5	3	8
Bruselas	6	8	7	5
MADRID	7	7	2	9
BARCELONA	8	9	4	4
Amsterdam	9	6	1	6
Stockholm	10	10	6	10

Tablas 3 – Industria

INDUSTRIA	Euros					
	1997	1998	1999	2000	2001	
Amsterdam	59	59	68	73	80	
Stockholm	75	88	78	107	91	
Berlin	61	67	67	80	73	
Bruselas	50	62	68	68	68	
MADRID	65	72	72	79	79	
Milan	52	59	62	77	67	
Viena	61	65	61	61	61	
Barcelona	58	67	72	101	101	
London	161	172	189	213	213	
Paris	53	53	55	56	55	
Average	69	77	79	92	89	
Average 7 Cities	60	68	68	78	74	
Stdev ALL	33	35	39	46	46	
Stdev 7 Cities	8	10	6	14	10	

Fuente: Europroperty, ULI, Aguirre & Newman

RANKINGS 1997-2001

	RENTAS INICIALES	RENTAS FINALES	CRECIMIENTO MEDIO RENTA	DESVIACION ESTÁNDAR
London	1	1	5	2
Stockholm	2	3	6	10
MADRID	3	5	7	4
Berlin	4	6	8	6
Viena	5	9	10	3
Amsterdam	6	4	3	5
BARCELONA	7	2	1	9
París	8	10	9	1
Milán	9	8	4	8
Bruselas	10	7	2	7

El Mercado Inmobiliario Español: Perspectivas 2002-3 ^{xxii}

El sector inmobiliario español representó en el año 2001 cerca del 10% del PIB (más de 60.000 millones de Euros). Tiene una estructura de mercado atomizada - existen casi 5.000 empresas cuyo objeto social es la promoción inmobiliaria, y las compañías inmobiliarias españolas cotizadas en bolsa representan apenas un 5% del mercado inmobiliario. Esta estructura se explica en parte por las bajas barreras de entrada y de salida, donde el número de empresas activas fluctúa con el ciclo económico. Esta dinámica tiende a generar desequilibrios entre oferta y demanda, exasperados por el rezago existente en el tiempo que tiene la oferta inmobiliaria ante movimientos en la demanda. El presente análisis de coyuntura explora estos desequilibrios en los principales mercados inmobiliarios de interés a nivel institucional – oficinas, comercial e industrial, y presenta las perspectivas de estos mercados en el corto plazo.

Antes de analizar dichos mercados donde los inversores institucionales son protagonistas, es conveniente mencionar brevemente la tendencia del mercado residencial, donde los promotores individuales son los que predominan. Durante el 2001 el mercado residencial ha comenzado a detectar los primeros indicadores de una ralentización. Se han podido observar síntomas de agotamiento de la demanda que se ven reflejados en una disminución en los ritmos de venta – el plazo medio de comercialización se sitúa cerca de 18 meses –, y un aumento en el número de promociones con problemas para liquidar las colas del producto. La disminución de la demanda se debe a varios factores. Primero, la demanda de inversión en vivienda ha disminuido debido a menores expectativas de plusvalías y el fin del “efecto Euro”. Segundo, el alto nivel de precios actual limita a un importante segmento de la demanda aún no satisfecha - el esfuerzo necesario para adquirir una vivienda se sitúa cerca del 49%, cifra que no se recordaba desde el año 1995. Tercero, la demanda insatisfecha ha disminuido debido al agotamiento del efecto del Baby Boom (generación de los 60).

La oferta también se ha desacelerado – en el año 2001 se iniciaron 475.000 viviendas, cerca de un 11% menos que el año 2000. Los precios se mantuvieron al alza durante el año pasado registrando un incremento medio a nivel nacional en torno al 10-11%. Para el año 2002 se prevé un recorte significativo en la construcción de viviendas, al rededor de las 375 – 400.000 unidades, aproximándose a un equilibrio proyectado a largo plazo para el mercado español de las 250 - 300.000 por año.

El Mercado de Oficinas

En el 2001 entró en el mercado de forma efectiva cerca de 390.000 m² de superficie de uso exclusivo de oficinas en Madrid y algo más de 70.000 m² en Barcelona. De otra parte, la demanda se debilitó, lo que ha tenido como consecuencia inmediata incrementos sensibles en la tasa de desocupación con respecto a finales del 2000 (en Madrid se ha multiplicado casi por 2,5 veces y en la Ciudad Condal ha aumentado en casi un 80%). La segunda consecuencia de este aumento de la oferta y de una menor presión por parte de la demanda es un cambio en la tendencia alcista de los precios, la cual se había evidenciado desde 1997.

O F E R T A F U T U R A	2 . 0 0 2	2 . 0 0 3
M A D R I D	6 2 1 . 1 9 1	4 4 5 . 9 6 1
B A R C E L O N A	1 4 0 . 0 0 0	2 0 4 . 0 0 0

Fuente: Aguirre & Newman (2002)

Para el 2002 se proyecta una cifra récord de oferta en Madrid– mas de 620,000 m2. Sin embargo, la oferta efectiva apunta a que aproximadamente un tercio de dicha cifra se retrasará hasta el primer semestre del 2003 debido a la situación económica y al temor a un exceso de oferta. La misma situación de posibles aplazamientos se prevé para proyectos que estaban programados para el año 2003, sobre todo aquellos que se encuentran en fase de estudio.

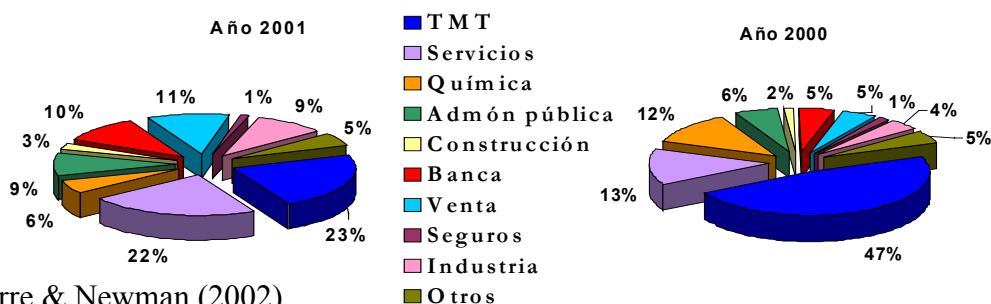
Durante el pasado ejercicio se ha producido una sensible reducción de la demanda de superficie de oficinas, disminuyendo la superficie contratada. Mientras el año 2000 marcó un techo en los niveles de contratación de espacio de uso exclusivo de oficinas – más de 780.000 m² en Madrid y más de 200.000 m² en Barcelona- en el presente año apenas se han alcanzado – entre espacio disponible y prealquileres- 355.000 m² en la capital de España y en torno a 160-170.000 m² en la Ciudad Condal, cifras que suponen unos descensos en la superficie contratada de más del 50% y del 15%, respectivamente. A esta cifra habría que sumarle cerca de 80.000 m² de superficie contratada en edificios semindustriales o High Tech en Madrid que, a pesar de estar regulados por una ordenanza municipal distinta, se han constituido como una importante competencia para los edificios de oficinas debido a su diseño, dotaciones, acabados y, sobre todo, a precios muy competitivos.

Durante el pasado ejercicio se realizaron en torno a un 30% menos de operaciones que en el año 2000 (337 frente a 481 en Madrid y 280 frente a 385 en Barcelona). Asimismo, más del 55% de las operaciones realizadas lo han sido sobre superficies inferiores a los 500 m², lo que nos muestra no sólo una demanda inferior cuantitativamente sino también en cuanto a sus necesidades.

Prácticamente todos los sectores han experimentado, en términos absolutos, sensibles caídas en las superficies contratadas. La demanda de superficie por parte de las empresas de Telecomunicaciones y Nuevas Tecnologías (incluyendo informática) ha caído más de un 75% con respecto a las cifras del 2000 pasando de casi 350.000 m² contratados a algo más de 70.000 m². El sector de empresas de Servicios ha liderado la demanda en el 2001 con más del 22% del total de la demanda, aunque en términos absolutos ha pasado de casi 105.000 m² contratados en 2000 a casi 80.000 m² en el 2001, lo que supone un descenso superior al 20%. Los sectores de Venta & Distribución, Banca & Finanzas e Industria han sido los únicos que han mantenido, en volumen de

superficie contratada, una contratación estable o ligeramente superior a la realizada en el 2000, lo cual les ha hecho doblar porcentualmente su peso en el conjunto de la demanda.

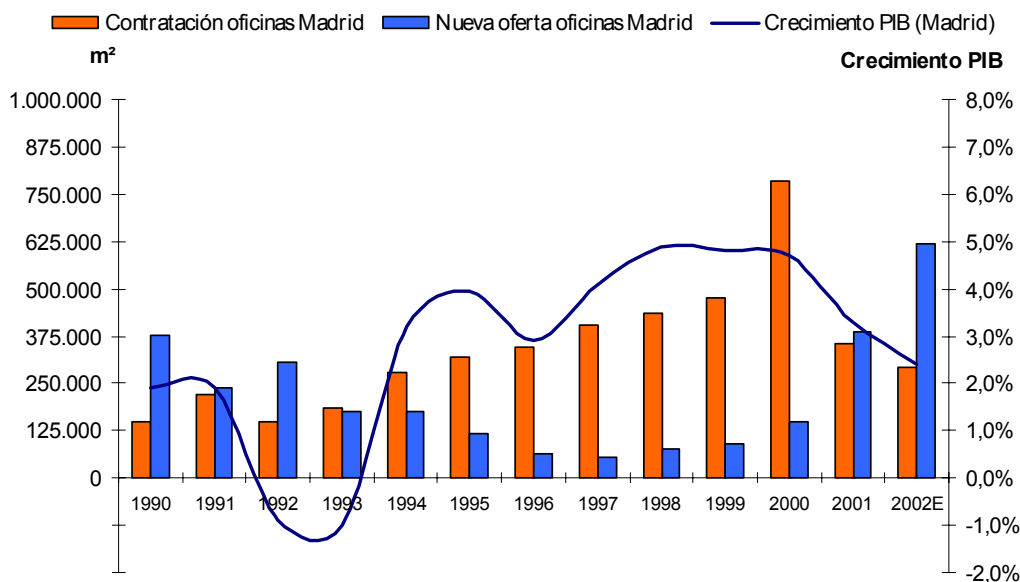
Demanda de Oficinas



Fuente: Aguirre & Newman (2002)

Desde el lado de la demanda, nuestras previsiones apuntan a que el 2002 será un año en el que las cifras de contratación se situarán en el entorno de los 290.000 m² de espacio de uso exclusivo de oficinas para la ciudad de Madrid y en torno a 150.000 m² en Barcelona, aumentando en 2003 hasta los 300-325.000 m² en Madrid y en torno a los 175.000 m² en la Ciudad Condal. Los contratos de alquiler serán en su inmensa mayoría sobre espacio disponible (se reducirán los prealquileres prácticamente a operaciones aisladas) y similares a los observados en el segundo semestre del 2001, es decir, de superficies pequeñas o medianas (en torno o por debajo de los 1.000 m²).

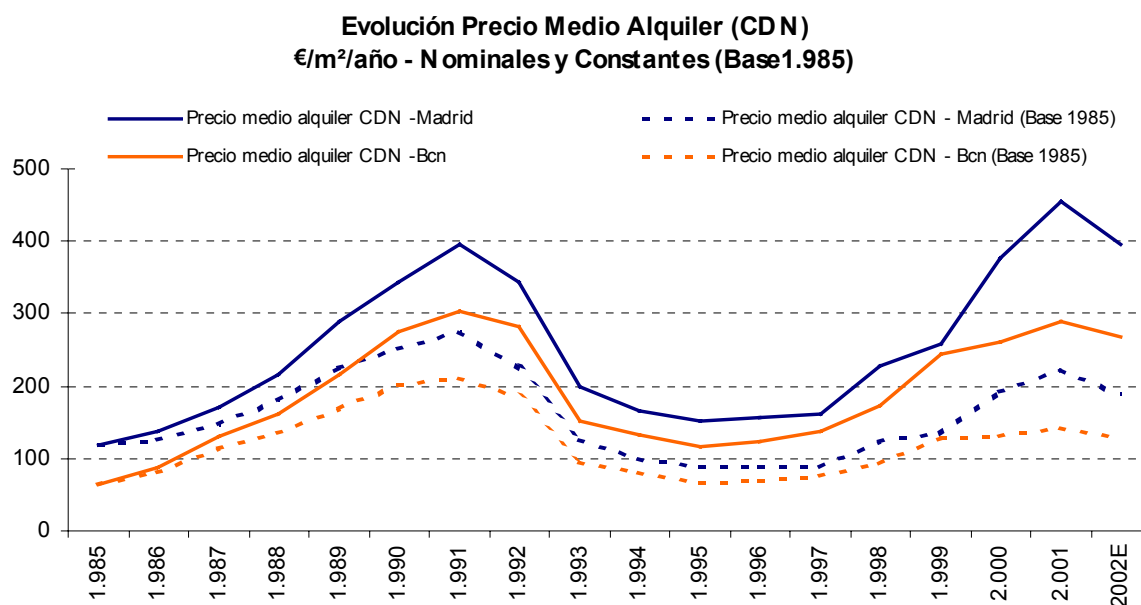
Ciclo económico - Nueva Oferta - Contratación Oficinas - Madrid



Fuente: Banco de España y Aguirre Newman

El gráfico anterior nos permite evidenciar el desfase temporal de la oferta inmobiliaria. Mientras la demanda reacciona casi inmediatamente a los cambios de ciclo económico, la nueva oferta de oficinas presenta un importante desfase. Esto conlleva a que en periodos de expansión las tasas de desocupación se reduzcan de una forma rápida originando tensiones alcistas en los precios, y en periodos recesivos suele generarse una sobre oferta.

En el siguiente gráfico se observa la evolución de los precios medios en la zona C.D.N. (Centro de Distrito de Negocios) de Madrid y Barcelona desde 1985, en Euros nominales y constantes (Base 1985). Cabe resaltar que, si bien en Euros nominales sí se superó el listón establecido en el año 1991, en términos constantes de 1985 los precios se han mantenido por debajo del nivel de ese año en los dos mercados.



El cambio de tendencia del mercado se ha reflejado en las tasas de rentabilidad exigidas por los inversores para la adquisición de inmuebles destinados a oficinas, los cuales ya comenzaron a repuntar dado el cambio de ciclo. El siguiente cuadro nos resume la rentabilidad esperada por segmento del mercado de oficinas.^{xxiii}

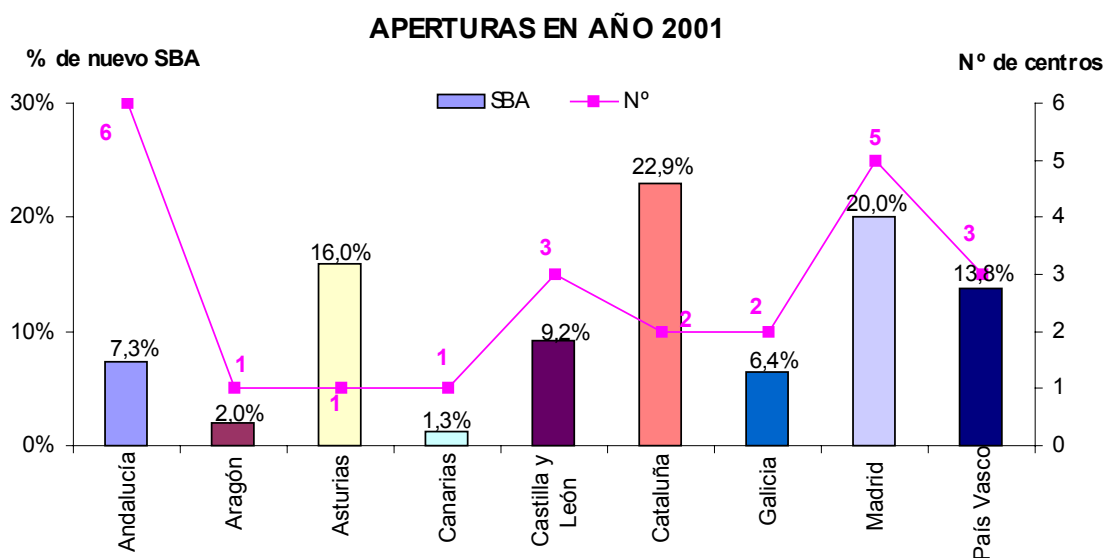
ZONA	RENTABILIDAD INICIAL	
	MADRID	BARCELONA
CDN	6,00 - 6,50 %	6,25 - 6,75 %
A1	6,50 - 7,50 %	6,50 - 7,50 %
A2	7,50 - 8,50 %	7,25 - 8,00 %
DEC	6,50 - 7,50 %	6,50 - 7,50 %
OUT	7,50 - 9,00 %	7,25 - 8,00 %

Fuente: Aguirre & Newman (2002)

Centros Comerciales

Durante el año 2.001 este sector ha seguido desarrollando un elevado volumen de actividad, con una cifra de aperturas de 23 nuevos centros y 6 ampliaciones de centros en funcionamiento. El total de nueva superficie incorporada al mercado, entre nuevos centros y ampliaciones, ha sido similar al observado en el 2000, con algo más de 608.000 m² de nueva Superficie Bruta Alquilable (S.B.A.). Aunque la superficie media de S.B.A. (179 m²) en España es ligeramente inferior a la media europea (por encima de los 195 m²), España ha tenido un desarrollo acelerado en este campo durante los últimos años. Sin embargo, siguen existiendo zonas con grandes oportunidades de crecimiento en cuanto a centros comerciales, bien por propia capacidad de consumo local (e.g. Castilla y León o Castilla La Mancha), bien por su potencial turístico (e.g. Andalucía o la Comunidad Valenciana).

Durante los próximos años la nueva S.B.A. crecerá como consecuencia de la nueva implantación de fórmulas alternativas al tradicional Centro Comercial (Hipermercado + Galería). Así el desarrollo de Factory Outlets, Parque Comerciales y Centros de Ocio auguran una nueva vía de negocio dentro del sector de los Centros Comerciales.

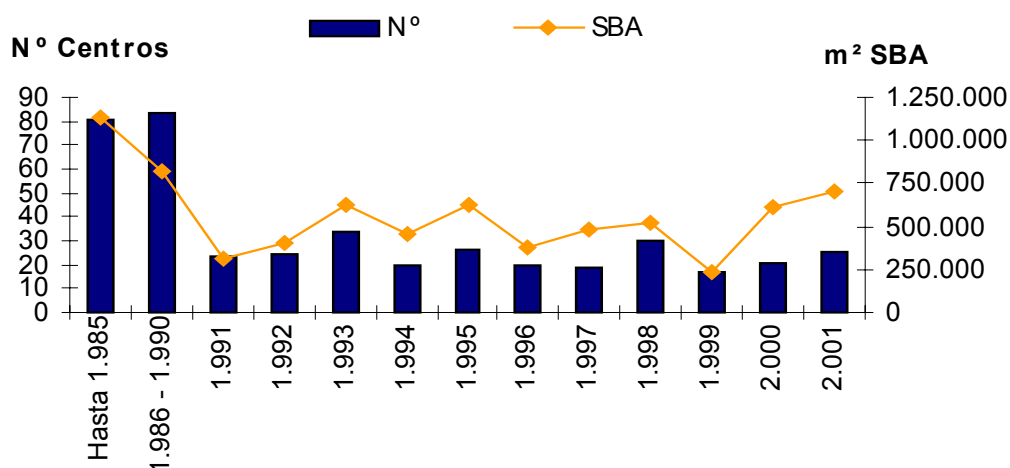


Fuente: Aguirre & Newman (2002)

Como principales fórmulas comerciales, el ocio sigue siendo una actividad imprescindible en un centro comercial moderno, el cual favorece el marketing del complejo, prolonga la estancia de los clientes e incrementa las ventas. Los complejos de salas de cine son la principal locomotora de ocio, los cuales han tenido un crecimiento exponencial en los últimos años, logrando sobrepasar las 3.500 pantallas en España. Esto ha conllevado a que, en ciertas ubicaciones, se comience a evidenciar problemas de saturación, lo cual ha desacelerado el crecimiento de este tipo de establecimientos, y se ha iniciado la búsqueda de alternativas como gimnasios y boleras.

La oferta de superficie comercial en los últimos dos años ha experimentado un importante crecimiento, más de 1.200.000 m², que implica haber aumentado – entre el año 2000 y 2001- la SBA en más de un 20% (ver gráfico abajo). El crecimiento económico registrado en los últimos ejercicios, que conlleva a un importante crecimiento del consumo hasta el año 2000, así como las políticas de expansión a nivel nacional de las principales marcas comerciales, facilitó la absorción de este espacio, obteniendo tasas de disponibilidad inferiores al 5%. En la mayoría de los casos las nuevas aperturas se han producido con una ocupación muy cercana al 100%, aunque estas cifras han sido más difíciles de alcanzar en el caso de los parques de medianas superficies. Este clima sano del mercado a conllevado a que los precios se hayan incrementado en torno al 10%.

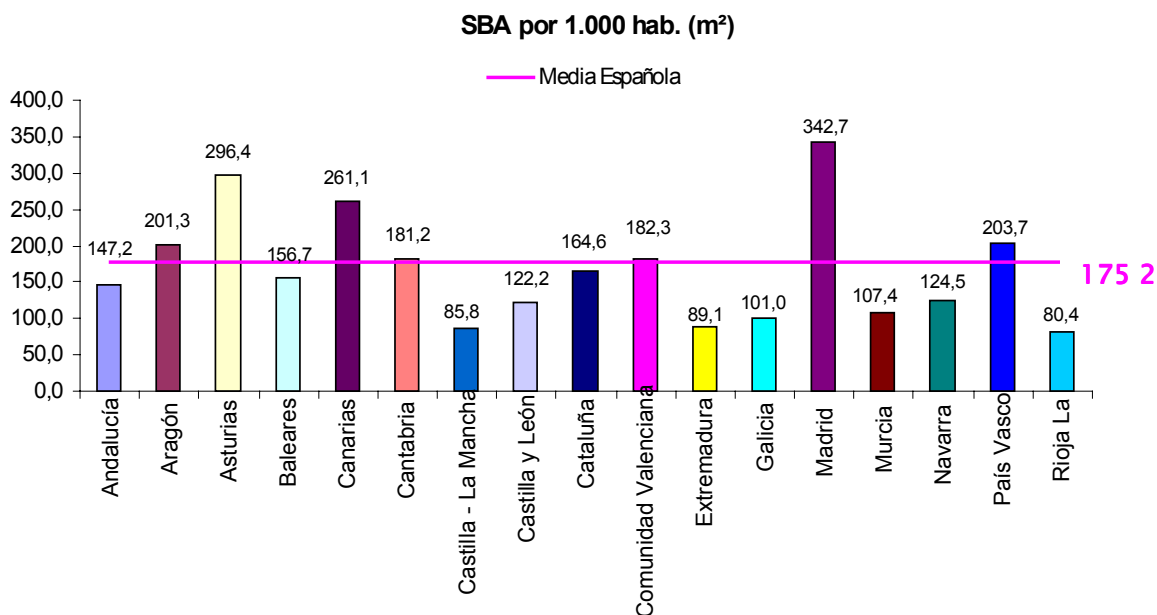
Evolución aperturas CC.CC.



Fuente: Aguirre & Newman (2002)

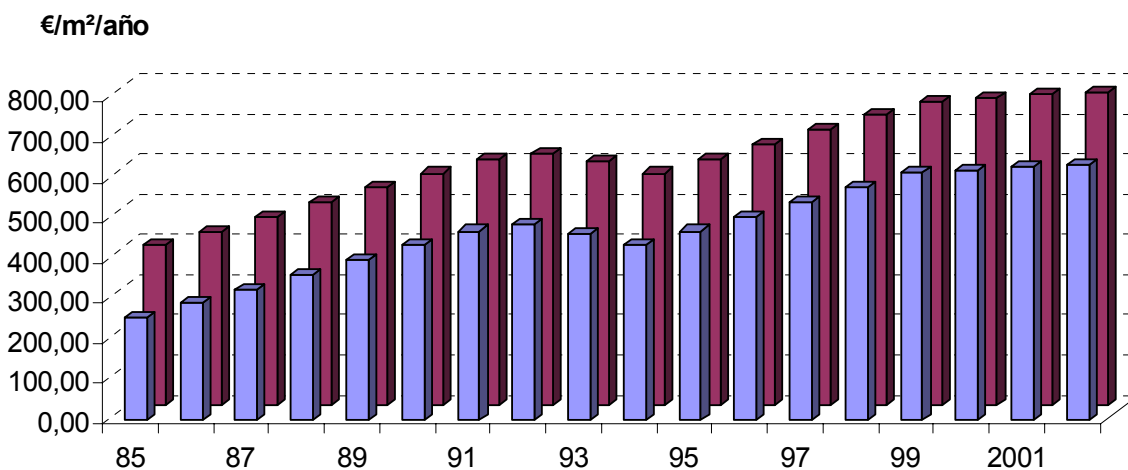
Entre el año en curso y el próximo ejercicio de 2003, el total de nuevos centros que podrían inaugurarse podría alcanzar cifras en torno a los 70 proyectos para un volumen de S.B.A. superior a 1.5 millones de m². No obstante, el posible deterioro de la economía junto con algunos frenos legales por parte de las Administraciones podrían dar lugar a retrasos de un importante número de estos proyectos.

Las comunidades que, a priori, presentan un mayor potencial de desarrollo siguen siendo La Rioja, Castilla La Mancha y Extremadura con unas cifras de m² S.B.A. por 1.000 habitantes que se sitúan entre 80 y 90 m², aproximadamente el 50% de la media nacional. Las comunidades eminentemente turísticas - como Andalucía y Baleares - siguen registrando unas cifras inferiores a la media del conjunto del país, y merecen especial consideración debido a la capacidad de consumo no sólo de su población autóctona sino especialmente de los turistas extranjeros que las visitan y se establecen en ellas cada año.



Fuente: Aguirre & Newman (2002)

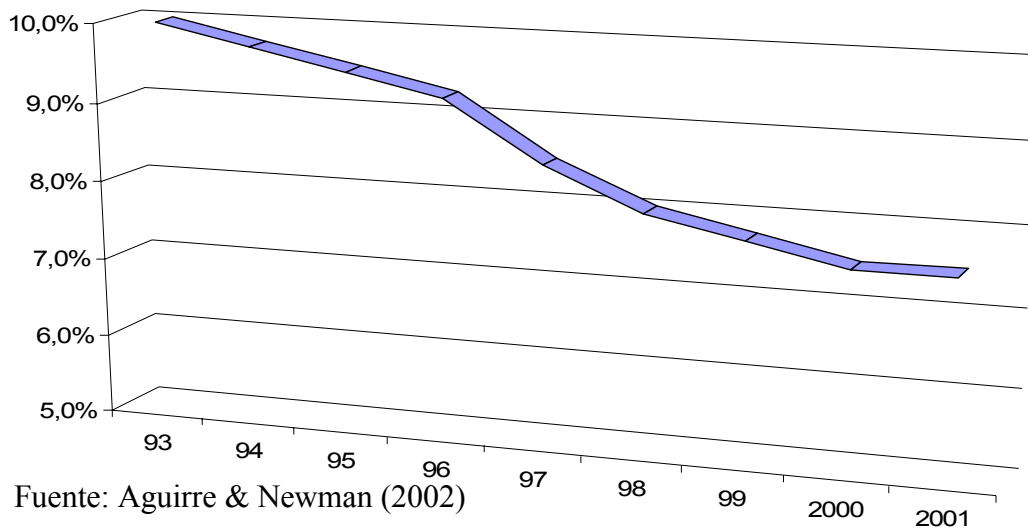
En el siguiente gráfico se puede apreciar la evolución media de las rentas por m² y por mes en los últimos 15 años para locales de 50 m² ubicados en los mejores Centros Comerciales reflejando una relativa estabilidad. Esto ha contribuido a que el mercado de centros comerciales sea uno de los más atractivos para los inversores.



Fuente: Aguirre & Newman (2002)

La inversión extranjera ha jugado un papel protagonista en la adquisición de compra de centros en renta, mientras que en la promoción y desarrollo de nuevos centros los promotores nacionales han predominado. La inversión directa comprometida en este segmento supera actualmente los 3.000 millones de Euros. Cabe resaltar que los locales comerciales se han convertido en la alternativa más adecuada para el inversor particular, diversificando su inversión tradicional en vivienda.

La rentabilidad media exigida en la compra de Centros Comerciales en los últimos 6 años ha ido decreciendo paulatinamente debido por un lado a la consolidación de los Centros Comerciales en el territorio español, con la consiguiente disminución del riesgo y, por otro, por la disminución de la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo (Bono a 10 años).



Las perspectivas económicas para España hace prever un ligero descenso para el presente año en el crecimiento de la renta disponible, lo que puede producir una pequeña desaceleración del consumo y por lo tanto, un menor crecimiento de las rentas en los Centros Comerciales, así como pequeños repuntes en las rentabilidades solicitadas por los inversores de Centros Comerciales ante el posible aumento del riesgo en los mismos. Asimismo se prevé para los próximos años que el desarrollo del sector en España se realice a través de nuevos centros, fundamentalmente en aquellas áreas en que se observaba una cierta escasez en la densidad de S.B.A. por 1.000 habitantes, lo que contribuirá a hacer más equilibrado este segmento en todo el país.

El Mercado Industrial

La situación de bonanza económica vivida en el año 2000 supuso la consolidación de muchas empresas y la expansión de otras, fundamentalmente empresas del sector logístico, cuya intención ha sido el posicionamiento en el entorno de Madrid y en zonas próximas a nudos estratégicos de comunicación. Zonas geográficas como Cataluña, el País Vasco y la Comunidad Valenciana también han sido objetivo para este tipo de empresas, principalmente por su ubicación estratégica con respecto a mercados finales de consumidores.

La presión de la demanda, que se mantuvo firme en el primer semestre del 2001, unido a la escasez de oferta de calidad disponible dio lugar a tensiones importantes en los precios tanto de alquiler como de venta. Sin embargo, en el último trimestre se experimentó una ralentización de la actividad por parte de la demanda, lo que unido al aumento en la oferta de espacio industrial de calidad, ha dado origen a una progresiva estabilización de los precios, cuyo incremento a finales del ejercicio puede cifrarse entre un 12 y un 14% - cifras significativamente inferiores a las registradas en el año 2000.

La principal característica de la demanda es que, mientras en el año 2000 (similar al mercado de oficinas) las empresas de Telecomunicaciones y Nuevas Tecnologías adquirieron un papel muy importante (aproximadamente un 30%) en el 2001, después de las correcciones y reestructuraciones sufridas, la demanda por parte de este segmento se redujo drásticamente. Asimismo, es importante destacar que también existe una demanda insatisfecha de naves para distribución (no de almacenamiento) que dispongan de un gran número de muelles de carga y descarga tanto para trailers como para vehículos de inferior tamaño y carga.

En la actualidad, la estructura del conjunto de la demanda es la siguiente:

- | | |
|---|-----|
| ➤ Logística (básicamente para grandes almacenes): | 60% |
| ➤ Industria manufacturera: | 10% |
| ➤ Resto de industria (comercial escaparate): | 30% |

Con relación a la oferta cabe resaltar que se prevén importantes bolsas de suelo a desarrollar de uso industrial en un plazo que oscila entre 1 y 3 años. La iniciativa está protagonizada en muchas ocasiones por empresas públicas como Arpegio, Sepes, Sepiva, entidades dependientes del Ministerio de Fomento o de las Comunidades Autónomas, que en colaboración con los Ayuntamientos urbanizan suelo industrial para su posterior venta a empresas usuarias y promotoras industriales.

La actividad inversora en este mercado no ha sido muy grande durante el ejercicio pasado, debido básicamente a la falta de producto de calidad que cumpliera los requisitos exigidos por los inversores. Estos se han mostrado muy interesados en el producto industrial como instrumento para la diversificación de patrimonios y por la mayor rentabilidad que ofrecen las naves de calidad frente a otros activos inmobiliarios. Por ello, se puede prever para el ejercicio 2002 una situación de progresiva estabilización en los precios de alquiler y venta de naves, con tendencia a una negociación más abierta (precio, plazos contrato, garantías). De otra parte, en el caso de los edificios High Tech probablemente se registrará un reajuste de los precios según zonas, precisamente por el aumento de la superficie disponible a través de nuevos proyectos. En cuanto a la demanda de inversión, se mantiene el interés en adquirir un

producto terminado y alquilado, previéndose un descenso en las operaciones a riesgo o de promoción. Las tasas de rentabilidad se mantendrán en torno al 8,5% para naves industriales de calidad, ya alquiladas y con contratos a largo plazo.

Gráfico 1.

Resultado estadísticamente significativo.

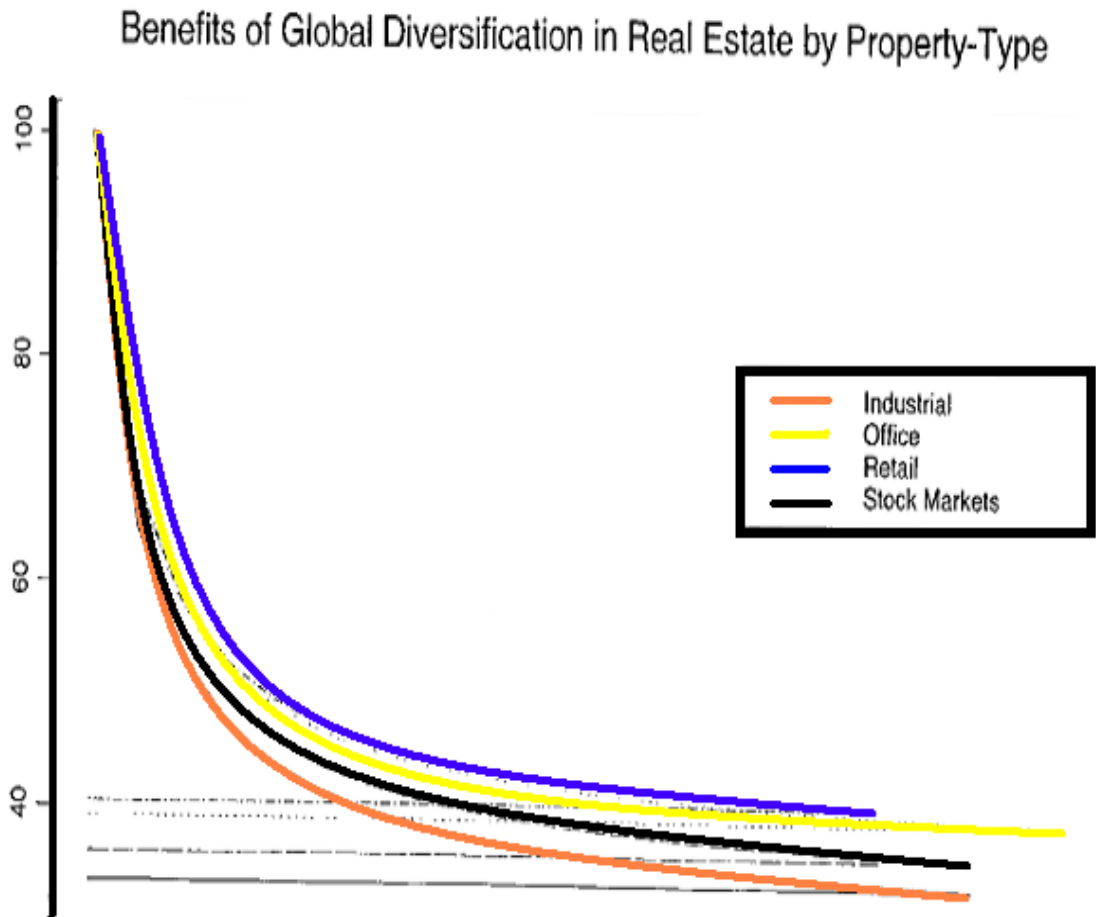


Gráfico 2.

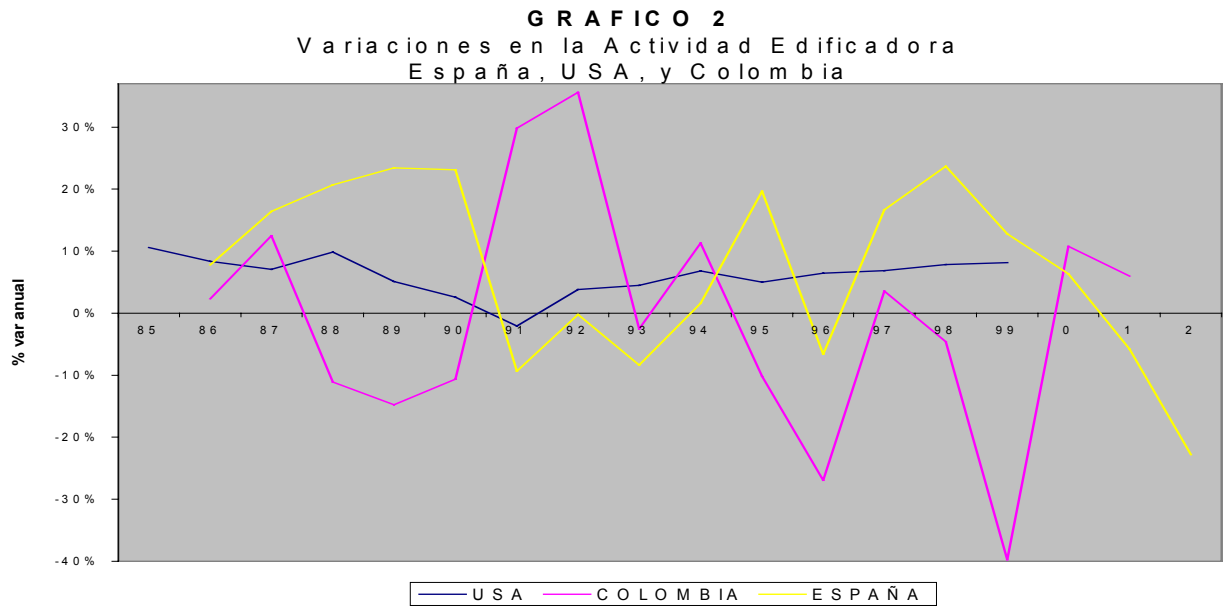
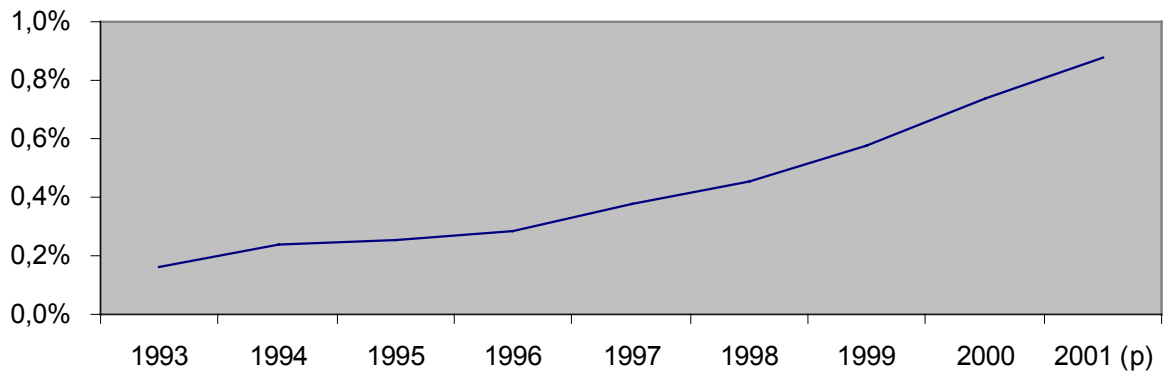
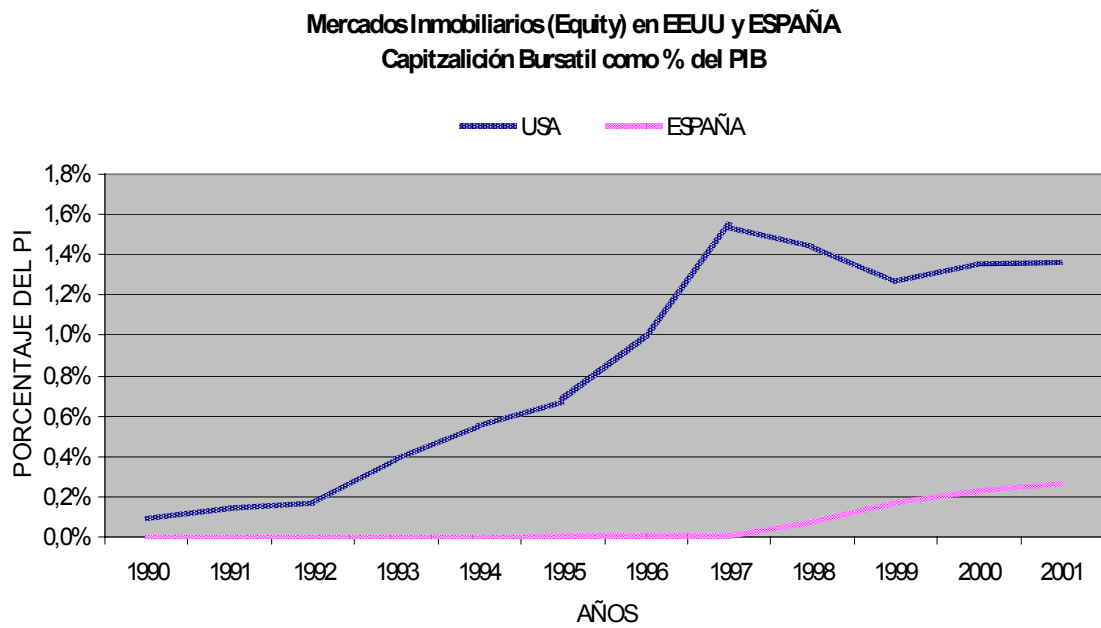


Gráfico 3.

IED - inmuebles % PIB

Fuentes: Banco de España, INE

Gráfico 4.



Fuentes: RERI, BBVA, Segurfondo, BSCH, Banco de España, Bureau of Economic Analysis, Expansión, INE.

References

- Aguirre & Newman. Informe de Coyuntura presentado durante el Foro Inmobiliario, Instituto de Empresa, Febrero 19 y 20 del 2002.
- Bajtelsmit, V.L. y Worzala, E.M. 1995. Real Estate Allocation in Pension Fund Portfolios. The Journal of Real Estate Portfolio Management, vol. 1, no. 1.
- Branson, C. 2000. Europe's improving real estate market has, in part, the Euro to thank. Urban Land – Europe, Urban Land Institute (ULI).
- Brown, R. 2001. Return Distributions in the Private Real Estate Investment Market. Working Paper, Real Estate Research Institute.
- Carlson, R. 2001. Succeeding in Global Real Estate Markets. Real Estate Strategies, Deloitte & Touche.
- Case, B., Goetzmann W. y Rouwenhorts, G. 2000. Global Real Estate Cycles and Fundamentals. NBER, Cambridge; MA.
- Chua, A. 1999. The Role of International Real Estate in Global Mixed- Asset Investment Portfolios. Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol. 5 Issue, 2.
- Ciochetti, B. 2000. Characteristics of Institutional Investment in Real Estate Investment Trusts. Working Paper, Real Estate Research Institute.
- Clayton, J. y MacKinnon, G. 2001. Explaining the Discount to NAV in REIT Pricing: noise or information? Working Paper, Real Estate Research Institute.
- Clayton, J. y MacKinnon, G. 2001. What Drives Equity REIT Returns? The Relative Influence of Bonds, Stock and Real Estate Factors. Working Paper, Real Estate Research Institute.
- Conover, M., Friday S. y Howton S. 1998. The Relationship between Size and Return for Foreign Real Estate Investments. Journal of Real Estate Portfolio Management.
- Deloitte & Touche, Institutional Real Estate Investment Trends, Real Estate Capital Markets, 2000-2001.
- Downs, D. y Sommer, D. 2001. The Determinants of Real Estate Asset Allocations for Life Insurers. Real Estate Research Institute, Working Paper.
- Eichholtz, P. 1995. *Does International Diversification Work Better for Real Estate than It Does for Stocks and Bonds: yes it does*. Real Estate Research Institute, Working Paper.
- Eichholtz, P., Koedijk y K, Schweitzer, M. 1977. Testing International Real Estate Investment Strategies. Working Paper, Real Estate Research Institute.
- Ernst & Young. 2001. European Investment Monitor, online.

Ernst & Young. 2002. The Local Global Economy - Guide to Selected Real Estate Markets Around the Globe.

Evans, D. y Crawford, S. REITs in Europe – a UK legal perspective. *NAREIT*.

Gold, B.R. 1995. Why the Efficient Frontier for Real Estate is fuzzy. *The Journal of Real Estate Portfolio Management*, vol. 1, no.1.

Gordon, J. 2000. International Transparency in Real Estate Markets. *Wharton Real Estate Review*, University of Pennsylvania.

Gordon, J., Canter T., y Webb J. 1998. The Effect of International Real Estate Securities on Portfolio Diversification. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 4, Issue 2.

Green, G. 1999. Foreign Investment Tide Shifts. *Commercial Investment Real Estate*.

Green, G. 1998. Get Ready for the Euro. *Commercial Investment Real Estate*.

Green, G. 1999. U.S. Real Estate Titans Merge with Global Partners. *Commercial Investment Real Estate*, September/October, 4th Ed. Dearborn Financial Publishing Inc., 1999.

Greer, G. 1997. Investment Analysis for Real Estate Decisions.

Laposa, S. 2001. Global real estate in the 21st Century: painting a scenario of the future. *Global Real Estate Now*, *PriceWaterhouse Coopers*.

Ling D. y Naranjo, A. 2000. Commercial Real Estate Return Performance: a cross country analysis. Working Paper, Department of Finance, Insurance and Real Estate, University of Florida.

Linnenman, P. 2001. *International Real Estate Investing*. Working Paper # 371, *Wharton Real Estate Review*, University of Pennsylvania.

Markowitz, H. 1952. Portfolio Selection. *Journal of Finance*.

Morgan Stanley. Pan-European Property Snapshot – a better kind of borrowing, *Equity Research – Europe*, December 21, 2001

Morgan Stanley. Time for Change in the Spanish Property Sector, *Equity Research – Europe*, December 21, 2001

PriceWaterhouse Coopers. 2000. Direct investment in Real Estate is a Local Business. *Global Real Estate Now*.

Prudential Real Estate Investors. 2000. Four Forces Shaping the Commercial Real Estate Industry.

Ratcliff, R. y Schwab, B. 1977. Contemporary Decision Theory and Real Estate Investment. *Readings in Real Estate Investment Analysis*, vol. 1 Cambridge, MA: Ballinger Pub. Co.

Roberts, S., Payne, A. y Monger, S. 2001. European Corporate Real Estate the impact of EMU. Global Real Estate Now, PriceWaterhouse Coopers.

Urban Land Institute (ULI), Market Profiles – Europe, Washington D.C, 1999.

Footnotes

1. Basado en Aguirre & Newman (2002).
2. Este retraso es evidente desde mediados del siglo pasado cuando el sector inmobiliario tarda cerca de dos décadas en aplicar las herramientas desarrolladas durante los años 50, tales como la probabilidad, funciones de utilidad, y el valor del tiempo del dinero (Ratcliff, R. and Schwab, B. 1977). Case, B., Goetzmann, W., y Rouwenhorts, G. (NBER, 2000) notan como el desarrollo de mercado de capitales en el sector inmobiliario esta rezagado en relación con otros sectores.
3. Cajas de Ahorro.
4. Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS); Real Estate Investment Trusts (REITs).
5. Morgan Stanley (2001); Merrill Lynch (2001).
6. Adicionalmente, Linnenman (2001), advierte que los niveles medios de la prima de rentabilidad en Europa no reflejan adecuadamente el riesgo asociado a la implantación del Euro ya que no tiene en cuenta el riesgo de incumplimiento de contratos debido a decisiones de reestructuración y relocalización de delegaciones y plantas.
7. En los últimos años se han multiplicado los fondos internacionales de inversión inmobiliaria de tipo oportunista, tanto en número como en volumen de inversión, a la cual la inversión institucional y clientes privados grandes tienen acceso.
8. E.g. Markowitz, H. (1952).
9. Resultado estadísticamente significativo.
10. La gráfica 3 indica la reducción en volatilidad a medida que se va incluyendo un mercado adicional de manera secuencial hasta llegar a los 22 mercados analizados. Es importante tener en cuenta que la curva puede variar significativamente si se varía el orden utilizado para incluir de manera secuencial los mercados, ya que algunos mercados proporcionan mayores beneficios de reducción de volatilidad de una cartera global de inversión en el sector inmobiliario.
11. La variable observada es la actividad edificadora a nivel nacional, la cual se puede tomar como indicador de la demanda rezagada.
12. INE.
13. E.g., generalmente existen desventajas importantes para el propietario en Europa en relación con EEUU.
14. E.g. La frontera Mexicana con EEUU.
15. Colonial, Metrovacesa, Urbis, y Vallerhermoso.
16. Sólo incluye renta variable – Equity REITs.
17. El mercado bursátil de renta variable tiene un papel mucho más importante como fuente de financiación en la economía estadounidense que en la Española. Por lo tanto, esta característica se tendrá que tener en cuenta para estimar el potencial desarrollo de los mercados de capital del sector inmobiliario – fondos y sociedades de inversión inmobiliaria. Sin tener en cuenta este condicionante, el mercado de capitales del sector inmobiliario Español podría superar los 6 mil millones de euros.
18. Desafortunadamente, no hay datos disponibles que nos permitan evaluar la participación de la inversión extranjera en dichos fondos.
19. La inversión institucional en EEUU se triplicó entre 1993 y 1998 en términos absolutos, y hoy en día representa más del 50% del mercado, siendo los fondos de pensiones los protagonistas.
20. Adicionalmente, las inversiones en fondos inmobiliarios no son comparables con las inversiones especulativas en promociones inmobiliarias, ya que la naturaleza y nivel de riesgo y rentabilidad esperada son muy diferentes.

21. Los autores anotan, sin embargo, que aunque dicha prima de riesgo hace descontar su precio de mercado en relación con VAN, esto no justifica completamente el descuento de los precios existentes.
22. Basado en Aguirre & Newman (2002).
23. La variación en la rentabilidad exigida esta ordenada de mejor localización (CDN – Centro Distrito de Negocios) a peor localización (OUT – extra radios).