



Claves del **nuevo ciclo** **inmobiliario** en **España**

El escepticismo sobrevuela el sector inmobiliario. La incertidumbre que planea sobre el mercado crediticio está debilitando el negocio residencial español. Las tensiones que revela el mercado interbancario han provocado un endurecimiento de las condiciones comerciales y un encarecimiento del precio en la concesión de financiación, elementos que indudablemente están restando atractivo a las inversiones inmobiliarias. A pesar de todo, la actividad constructora continua siendo uno de los sectores más destacados de la economía española

D

urante esta última década, el sector inmobiliario se ha configurado como uno de los patrones de crecimiento preferentes en la economía española. Este incuestionable motor generador de riqueza representa entorno al 20% de nuestro Producto Interior Bruto (PIB), y en empleo se estima que por cada 100.00 viviendas construidas se generan de forma aproximada 200.000 puestos de trabajo. Todo ello ha servido para estimular e impulsar nuestro tejido productivo -intensivo en mano de obra, actuando, en último término, como una cimentada palanca fortalecida como producto del empuje de numerosos emprendedores y de la acertada gestión de cualificados profesionales.

En el periodo 1997-2006, uno de los ciclos expansivos más dilatados que se han generado en nuestro país, el Valor Añadido Bruto derivado de esta actividad constructora aumentó en términos medios un 5,9%, frente al 3,8% promedio del PIB, consecuencia de la confluencia de dos componentes; el primero de ellos obedece a una fuerte aceleración en el subsector de la edificación privada, y el segundo, a un notable aumento de la obra pública, consecuencia de los ambiciosos planes del Ministerio de Fomento.

La riqueza total acumulada por la economía española proviene, por tanto, de la explosión registrada en el sector inmobiliario, sujeta a fuertes tensiones en precios, lo que ha permitido revalorizar los activos tanto residenciales como no residenciales.

Por otro lado, y desde la vertiente de las Administraciones Públicas, la recalificación de suelo ha supuesto una suculenta fuente de generación de recursos, hasta el punto de conformar el 70% de los ingresos totales de los más de 8.100

ayuntamientos de toda España. También el Impuesto de Bienes Inmuebles (IBI) y las plusvalías municipales, el Impuesto de Construcciones, Instalaciones y Obras (ICIO), así como el cheque procedente de la enajenación de terrenos, han complementado las ávidas arcas municipales.

Pero es precisamente esta fuerte dependencia inmobiliaria la que está comenzando a erosionar la economía en los últimos meses, haciendo ceder ocho décimas a nuestro PIB, a pesar de la velocidad de cruce a la que ha crecido durante los primeros trimestres del pasado ejercicio, hasta un 4,1%.

EN CUARENTENA

En la actualidad, el *boom* de la edificación, sin precedentes históricos comparativos, está evolucionando hacia posiciones más equilibradas. La desaceleración del sector inmobiliario ha dejado de considerarse una entelequia para convertirse en una realidad a tenor de los indicadores de actividad de las compañías del sector. Ni promotoras ni constructoras consiguen mantener el fuerte ritmo de expansión sustentado durante estos últimos años. Así, los visados de obra nueva para uso residencial han descendido alrededor de un 15% respecto al ejercicio anterior, según datos del Colegio de Arquitectos.

Como resultado del fuerte calentamiento que han experimentado los precios de la vivienda ante las expectativas de revalorización por parte de los inversionistas, nuestro mercado residencial, tanto el de vivienda nueva como el de segunda mano, se encuentra profundamente sobrevalorado. Como consecuencia directa de esta manifestación, el sector inmobiliario español se halla fuertemente atomizado. Ahora, muchas de las compañías que decidieron a comienzos

Autor: Jorge Torres Quílez. Director financiero Grupo Inmobiliario Cinco Villas.

Título: Claves del nuevo ciclo inmobiliario en España

Fuente: Directivos Construcción nº 210 pág. 62. Abril 2008.

Resumen: El incremento del precio del dinero, que ha encarecido el coste de la financiación, y, por otro lado, la crisis hipotecaria sobrevenida en Estados Unidos han generado una fuerte desconfianza en los mercados financieros internacionales y un cambio significativo en las expectativas de los inversores en cuanto a la continuidad de revalorización de los activos inmobiliarios.

Descriptor: Coyuntura/
Producto Interior Bruto/
Hipotecas *subprime*/
Tipo de interés/
Inmigración/
Internacionalización/
Recursos ajenos/
Mass media



Ni promotoras ni constructoras consiguen mantener el fuerte ritmo de expansión sustentado durante estos últimos años

de los noventa adentrarse en el mercado de la promoción de viviendas en busca de cómodas ganancias con exiguos niveles de asunción de riesgo, están siendo las principales perjudicadas en el proceso de ajuste que está experimentado el sector. De acuerdo a referencias facilitadas por la Asociación de Promotores y Constructores de España (APCE), de las 60.000 promotoras inscritas registralmente en España en la actualidad, únicamente alrededor de 9.000 cuentan con una actividad sostenible con horizontes de eficiencia, balances financieramente saneados y una óptima posición de liquidez. Y es que sólo estos componentes les permitirán superar sin grandes rémoras el cambio de ciclo residencial y aguantar el enfriamiento de actividad comercializadora de inmuebles. Por tanto, cerca de un 85% de las compañías que no realiza promociones con carácter recurrente sino que apuesta por operaciones circunstanciales en función de la tasa de rentabilidad esperada, está sufriendo en mayor medida la desaceleración de precios y la dilatación en los plazos de venta, al no ser capaz de generar un grado de liquidez suficiente para poder hacer frente a sus obligaciones financieras de naturaleza más inminente. Esta estructura sectorial revela la alta dispersión en las cuentas de explotación de esta diferenciada tipología de empresas.

La propia ralentización de la actividad residencial está provocando que muchas empresas de reducida dimensión, con plantillas inferiores a diez trabajadores, que han estado realizando inversiones de bajo riesgo muy rentables y que

no cuentan con activos suficientes para lograr una refinanciación de los préstamos solicitados para la adquisición de suelo, no puedan materializar sus actividades derivadas de su negocio ordinario al carecer de músculo financiero suficiente. Además, la iniciativa legislativa establece un mayor control de la actividad burocrática de ayuntamientos, comunidades autónomas y Estado, lo que puede provocar un aumento de los ya de por sí dilatados plazos necesarios para diseñar, aprobar y realizar planes de ordenación urbanística; por estas circunstancias, las firmas inmobiliarias han ido perdiendo las expectativas pasadas de revalorización, al mismo tiempo que se ha incrementado el periodo necesario para amortizar la inversión.

De forma paralela y en base a la nueva Ley del Suelo, que modifica el sistema de valoración de solares al no incluir las expectativas de revalorización futuras, muchas promotoras con exiguos volúmenes de negocio han comprobado cómo los terrenos que han utilizado como garantía para la obtención de financiación ajena se han depreciado a lo largo del tiempo. Por ello, han decidido vender sus solares con el objeto de no incurrir en márgenes de explotación negativos.

Esta coyuntura sectorial, iniciada con el incuestionable y perceptible cambio de ciclo que afecta con especial incidencia al nicho residencial, tiene su origen en una pluralidad de elementos substanciales, destacando dos principalmente. Por un lado, el incremento del precio del dinero,

que ha encarecido el coste de la financiación, y, por otro lado, la crisis hipotecaria sobrevinida en Estados Unidos, que ha provocado una fuerte desconfianza en los mercados financieros internacionales y un cambio significativo en las expectativas de los inversores en cuanto a la continuidad de revalorización exponencial de los activos inmobiliarios.

TIPOS DE INTERÉS

El recorrido alcista de tipos de interés, que no ofrece síntomas de agotamiento a medio plazo, ha provocado un paulatino incremento de la carga financiera de aquellos agentes endeudados a tipos variables, aspecto que sustrae fuerza a la demanda interna, que avanzará a lo largo de este ejercicio un 2,9% frente al 4,2% del pasado. A estos efectos, durante el transcurso del pasado ejercicio económico, el importe mensual de una hipoteca media se ha visto incrementado en un montante próximo a los 150 euros, fijando en un 45% el esfuerzo familiar que en términos de renta bruta disponible se destina para este fin.

empresas y familias, respaldando una financiación por volúmenes muy elevados y durante un plazo superior.

De la misma manera que unas expectativas de inflación históricamente ancladas en el 2% y un débil crecimiento del PIB en la zona euro constituyeron dos premisas explicativas por medio de las que el BCE mantuviese los tipos en el 2% entre junio de 2003 y diciembre de 2005, el materializado aumento de inflación, muy por encima del índice objetivo, como consecuencia de la cotización del petróleo en máximos históricos y la recuperación de la actividad económica, revelan que el Banco Central Europeo (BCE) haya ido aumentando tipos hasta los niveles actuales. Aunque estas subidas resulten inicialmente discutidas, simultáneamente se traducen en imprescindibles, ya que una época excesivamente larga de dinero barato genera profundos desequilibrios financieros, origina un exceso de inversión económicamente injustificada y, desde el punto de vista financiero y bancario, suscita una tendencia a un exceso de acumulación de riesgo de insuficiente calidad. La contrapartida

La deuda del sector inmobiliario ha alcanzado en los dos últimos años los 120.000 millones de euros

La adopción de una política monetaria expansiva, basada en este encarecimiento progresivo del precio del dinero, constituye una medida necesaria para distanciarnos del cada vez más cercano ciclo económico recesivo. Bajo esta evidencia, nuestro país se ha beneficiado durante los últimos años de unos reducidos tipos de interés reales. Con la entrada en la Unión Económica y Monetaria, y la consiguiente disminución de su prima de riesgo junto con las menores expectativas de inflación propiciadas por las políticas monetarias y fiscales de la mayoría de las economías avanzadas, se ha producido una disminución estructural de los tipos de interés. Estos reducidos tipos se han conjugado con las óptimas condiciones otorgadas por los órganos de intermediación financiera.

La competencia exhibida entre entidades financieras, al mismo tiempo que ha reducido los diferenciales entre los tipos de captación y de prestación o colocación de recursos, ha aumentado la accesibilidad a los mercados financieros de

de esta atmósfera alcista de tipos radica en que, a largo plazo, una inflación reducida beneficia a la gran mayoría de las unidades económicas, considerando fundamentalmente a aquéllos con menor capacidad para poder recuperar el poder adquisitivo mediante aumentos de rentas.

Ante este temor suscitado por la probable contingencia de un estrangulamiento financiero como resultado del fuerte crecimiento que hemos experimentando, el alza de la rentabilidad de los bonos a largo plazo y los riesgos para anclar las expectativas de inflación, el BCE, debería seguir manteniendo su actual sesgo alcista.

EFFECTOS DE LAS SUBPRIME

Desde finales del pasado mes de julio, las últimas actuaciones de los bancos centrales inyectando liquidez al sistema y, en particular, las contundentes intervenciones del Banco Central Europeo, han avivado un temor racional de los inversores ante

una próxima crisis financiera mundial de liquidez. ¿Qué grado de profundidad subyace en este contexto coyuntural? A pesar de que la opacidad se está configurando como un precepto persistente en este torbellino financiero, el epicentro de estas turbulencias se encuentra manifiestamente delimitado en las hipotecas de alto riesgo concedidas con un elevado nivel de euforia en Estados Unidos, al albor del *boom* inmobiliario de 2001. Precisamente, esta fiebre de crédito protagonizada por Estados Unidos en una coyuntura de bajos tipos de interés, junto con un aumento notable del desempleo y un aumento gradual en el precio de la vivienda, han conformado las bases que han derivado en el fenómeno de las hipotecas de alto riesgo, *subprime*. Estos préstamos se han otorgado a personas de escaso perfil financiero con exiguo historial crediticio, y en ocasiones, pertenecientes a grupos sociales o zonas urbanas deprimidas. En casos extremos y en la jerga financiera crediticia, son los denominados *ninja* (*no income, no job and no assets*); es decir, se trata de una serie de

un precio más elevado con el objeto de asumir un riesgo que se percibe cada vez mayor.

Bajo todas estas premisas, en un sistema transaccional financiero cada vez más globalizado, en el que las fronteras y barreras de acceso han quedado ágilmente excluidas, la práctica de titularizar esta tipología de préstamos ha extendido y dispersado los riesgos asumidos por las entidades financieras que los concedieron, a otros grupos financieros, ya sean entidades, fondos o aseguradoras, que compraron estos bonos vinculados a las *subprime* y cuyo precio se ha desmoronado con la crisis. En este escenario de aversión a todo lo relacionado con el calificativo de alto riesgo, el temor por parte de los inversores se ha concentrado en los préstamos y bonos de las empresas de baja calificación financiera, en los que los tipos de interés se han disparado. Estos inversionistas, cuando intentan deshacer sus posiciones abiertas, soportan un exorbitante riesgo de liquidez, debido a la ausencia de contrapartida en el mercado, por lo que se

Las hipotecas *subprime* han pasado de representar el 5% del mercado hipotecario al 20% actual

productos bancarios dirigidos a clientes que no tienen ni ingresos, ni trabajo, ni activos. A título ilustrativo, sobre un total de 80 millones de hipotecas, las *subprime* han pasado de representar el 5% del mercado hipotecario en los noventa, al 20% actual. Dado que el precio de la edificación residencial no dejaba de experimentar crecimientos promedio próximos a los dos dígitos, los propietarios se basaban en la confianza de que si, llegado el caso, no conseguían hacer frente a la hipoteca, bastaría con vender la propiedad a un precio superior, o lograr una cómoda refinanciación crediticia. Pero como consecuencia del pinchazo del mercado de la vivienda y la escalada de los tipos de interés, que han encarecido considerablemente los costes de financiación, han surgido serias dificultades para afrontar las obligaciones de pago. Esta circunstancia ha disparado los impagos por encima del 20%, situando en 2,2 millones la cifra de morosos potenciales. Por ello, muchas entidades financieras han comenzado a retirar financiación por miedo a que aumente esta tasa de impagos y se reduzca la demanda de deuda por parte de los inversores, que están exigiendo

puede aseverar taxativamente que estos mercados han desaparecido en su práctica totalidad, al no cruzarse operaciones por la inexistencia de liquidez en los bonos corporativos de alto riesgo.

Paralelamente, a nivel empresarial, estos tipos de interés anteriormente imperceptibles y el fácil acceso a un dinero intensamente depreciado han aleccionado a muchas compañías a guiarse por la exhuberancia irracional a la hora de acudir al mercado de capitales en busca de financiación. Pero el panorama está dando un giro, y muchas de estas empresas se enfrentarán en los próximos meses al reto de refinanciar altos volúmenes de deuda a un precio más elevado. En definitiva, el terremoto de las hipotecas basura está arrojando un panorama desolador en el segmento de negocio hipotecario, cuyas consecuencias directas se están traduciendo en quiebras, cierres, acelerados recortes de costes, paralización de actividades y despidos de empleados a gran escala. Esta crisis hipotecaria, que ha traído la inestabilidad y desconfianza a los mercados, ha sorprendido a la economía española en uno de los momentos más

altos de su década de crecimiento. En los últimos diez ejercicios, el PIB español ha venido registrando tasas de variación positivas -la serie más larga de la historia reciente-, con un promedio de crecimiento cercano al 4%. Queda por ver si este dinamismo y robustez de nuestra economía servirán de antídoto para absorber la crisis hipotecaria.

CRISIS DE CONFIANZA

Hemos pasado de un exceso de complacencia a la hora de valorar riesgo en los mercados a una fuerte crisis de confianza en los mercados crediticios, con el consiguiente impacto pernicioso en el resto de mercados fuertemente correlacionados. Bajo esta atmósfera, las primas de riesgo se han disparado y la liquidez se ha visto gravemente mermada. Ante esto, los bancos centrales han actuado de forma contundente, máximas que conducen a que la estabilidad del sistema financiero mundial se ve amenazada, con un manifiesto detonante basado en la repercusión de los impagos en las hipotecas *subprime*.

En este clima de perturbación generalizada, bancos y cajas de ahorro se están preparando con el objeto de afrontar favorablemente este cambio de tendencia del sector inmobiliario residencial, analizando exhaustiva y minuciosamente los estados financieros de las compañías promotoras, y percibiendo en un segundo plano las dificultades de los hogares para hacer frente al pago de sus cuotas hipotecarias en este entorno alcista, orientaciones que están arrojando unos resultados bancarios de intermediación muy débiles, que vienen parcialmente compensados con las plusvalías derivadas de la gestión de activos y de grandes patrimonios, consecuencia del tirón de la banca corporativa y de inversión y del segmento minorista.

La política bancaria en cuanto la concesión de operaciones de financiación se ha tornado hondamente restrictiva, como consecuencia de la magnitud de los volúmenes invertidos. En este sentido, la deuda del sector inmobiliario se ha multiplicado prácticamente por ocho desde el año 2000, duplicándose en los dos últimos ejercicios económicos, superando ampliamente los 120.000 millones de euros, según el Banco de España. El problema de esta tipo de transacciones bancarias queda delimitado en las garantías otorgadas y asociadas a cada operación, ya que el sector ha avalado los créditos suscritos con sus propias acciones e inmuebles, arrojando en la actualidad un elevado riesgo financiero por la pérdida de valor de estas



La moderación de precios en edificación de obra nueva resulta parcialmente absorbidas con el boom demográfico del segmento inmigrante

garantías tras la devaluación que están soportando sus activos. A la hora de avalar sus créditos, las inmobiliarias han recurrido a la pignoración -dejar en prenda- o promesa de pignoración de sus acciones, aprovechando las revalorizaciones de tres dígitos experimentadas por sus títulos en la reciente corriente bursátil alcista. Pero el reciente ajuste sufrido por las cotizaciones del sector ha reducido el respaldo financiero que aportan estas acciones. Desde el cierre del 2006, ejercicio económico en el que fueron suscritos la mayor parte de los préstamos concedidos, el valor de los títulos vinculados al sector se ha depreciado, en términos medios, alrededor de un 20%. Estas minoraciones de valor están conduciendo a las entidades financieras a solicitar nuevas garantías y a exigir una notable reducción en los niveles de endeudamiento vía desinversión.

La consecuencia más inmediata del escenario descrito radica en el incremento de los costes de financiación. Los intereses que deben pagar las inmobiliarias a las entidades financieras se encuentran vinculados a la ratio que relaciona su nivel de deuda con el valor de sus activos. Por lo tanto, una rebaja del precio de sus propiedades eleva esta variable y, en consecuencia, los intereses a pagar. El alza de la ratio deuda/valor de los activos puede obligar al sector a hipotecar parte de sus inmuebles. A modo aclaratorio, hay créditos suscritos que se encuentran garantizados con promesas de hipoteca sobre activos inmobiliarios que se transforman en la obligación de constituir hipoteca en caso de que la ratio de deuda alcance un nivel predefinido. Hay otros, mediante los que determinadas mercantiles se comprometen a

que existan, a lo largo de la vida de la operación, activos libres de deuda hipotecaria a terceros que representen al menos el 50% del valor bruto de sus propiedades. En la práctica, todas estas cláusulas limitan la capacidad de las inmobiliarias a efectos de suscribir nuevas hipotecas sobre sus activos, y como resultado, reducen sus posibilidades para obtener otras fuentes de financiación alternativas.

PÉRDIDA DEL IMPULSO COSTERO

Los medios de comunicación nacionales e internacionales no han podido concurrir de forma más agresiva. Este ruido mediático se ha visto refrendado por instituciones supranacionales de la naturaleza de la ONU y del Parlamento Europeo, al alertar de la especulación urbanística advertida en España y de la asociación de nuestro país a un foco de abusos urbanísticos generalizados. Independientemente de los costes intangibles que conlleva una imagen proyectada al exterior asociada a la corrupción, escándalos urbanísticos y falta de compromiso con el desarrollo sostenible, se ha desatado un efecto de contracción en la inversión extranjera en vivienda vacacional o de segunda residencia, especialmente entre los consumidores británicos.

No obstante, esto se puede llegar a atenuar gracias al crecimiento sostenido de la Unión Europea (UE), a la favorable evolución del turismo y a las disminuciones sustanciales compensatorias en el precio del petróleo. Con el objeto de reactivar y convertir a nuestro país en el principal destino turístico y residencial de los europeos, se debería ampliar la oferta de zonas residenciales, favorecer financieramente con la implantación de una serie de ventajas fiscales efectivas, invertir en la "marca España" y mejorar nuestra estrategia comunicativa a través de la diferenciación que aporta valor diferencial. En definitiva, el valor de marca es uno de los activos que dispone de mayor dinamismo en el marco empresarial, puesto que la garantía, seguridad y grado de confianza conforman un componente esencial que influye de forma incuestionable en toda decisión de compra. En caso contrario, la sobreoferta global de vivienda adquirirá sus cotas más elevadas, y no podrá ser absorbida por el agotamiento de la presión en la demanda.

EL COLCHÓN DE LA INMIGRACIÓN

La moderación de precios en el mercado de la edificación de obra nueva, provocada por el ajuste en el vigor de la demanda, junto con el

exceso de oferta y los descensos soportados en el mercado de segunda mano, resultan parcialmente absorbidos con el *boom* demográfico del segmento inmigrante. Durante el transcurso de esta última década, España ha experimentado un intenso proceso de recepción y admisión de inmigrantes, inédito en otros países desarrollados, conformando un pretexto que le ha encumbrado a distinguirse como el principal destino migratorio de la UE, a su vez se la zona de mayor recepción de inmigrantes del mundo, y el segundo de la OCDE, por detrás de Estados Unidos. En este contexto de absorción, confluyen en la actualidad más de cuatro millones de extranjeros reconocidos, un millón residencial y más de tres millones laborales –un 11% sobre el total de la población, frente al 8% de la media europea– obviando a estos efectos el número que actualmente se encuentra en situación de ilegalidad. Este empuje de capital humano extranjero está jugando un rol determinante, no sólo para el impulso demográfico, sino también para el desarrollo de nuestro patrón de crecimiento económico.

De esta manera, la inmigración está funcionando como una incuestionable válvula compensatoria de la débil natalidad y de la escasa movilidad interior, que ha resultado ineludible para integrar una demanda de trabajadores de escasa cualificación profesional e intensiva en mano de obra en sectores poco productivos y con un elevado índice de temporalidad. Este segmento ha sido básico para llevar a cabo las tareas de bajo valor añadido que impone nuestro modelo de crecimiento, excesivamente dependiente de la actividad inmobiliaria, y que, en estos momentos, con el fin de reactivar nuestra depreciada productividad, requiere una profunda metamorfosis hacia actividades basadas en un mayor conocimiento y tecnología. De esta forma, por nuestro actual posicionamiento estratégico y económico, podríamos competir con empresas de alto valor añadido, en base al diferencial de nuestras ideas y como consecuencia de nuestra acreditada capacidad de innovación. Esta flexibilización de las rígidas estructuras que arrastraba el mercado laboral ha contribuido a una contención de la inflación y a una moderación de las tensiones salariales que, en otros escenarios, se hubiesen producido en situaciones de pleno empleo. De igual modo, esta avalancha de personal revela buena parte de la solidez de la actividad, al inyectar una nueva dosis de potenciales consumidores al mercado nacional, otorgando un diferenciado dinamismo a nivel de demanda interna.

De hecho, aunque el consumo medio por hogar se ha reducido, el mayor número de unidades ha impulsado el gasto total de los hogares.

COYUNTURA DE AJUSTE

La reciente coyuntura de ajuste se produce en un momento en el que la mayor parte de empresas inmobiliarias han consolidado vigorosamente sus posicionamientos, han mejorado sus ratios de rentabilidad y eficiencia e incrementado los resultados netos del negocio sobre sólidas bases que garantizan su proyección de futuro, sustentadas bajo las oportunidades del anticiclo, consistentes en la generación de nuevas unidades de diversificación de negocio en mercados que subyacen de países emergentes.

Bajo estas premisas, la internacionalización se presenta como la mejor alternativa para seguir manteniendo niveles de crecimiento de dos dígitos en la próxima década. Esta presencia internacional se materializa esencialmente en inversión en el capital de empresas locales o en la participación en proyectos concesionales bajo un horizonte de largo plazo, aspecto que implica un elevado grado de compromiso en los países receptores de las exportaciones. La tipología de esta exportación española viene canalizada por medio de obra civil e industrial, siendo escasos los proyectos de edificación, exceptuando la construcción no residencial -hospitales, oficinas o complejos comerciales-. La incorporación a la UE de los países del Centro y del Este de Europa, está produciendo un gradual desarrollo en sus índices macroeconómicos, con tasas de crecimiento que llegan incluso a duplicar los registros españoles y a triplicar la media europea. Este crecimiento orgánico traerá consigo un aumento sostenible de la demanda de vivienda, que a lo largo de los próximos años deberá acercarse a los niveles estandarizados en la UE. A título de ejemplo, mientras que en España la ratio de viviendas terminadas por cada 1.000 habitantes es de 12, en Polonia apenas llega a tres. A estos efectos, los países de Europa del Este se configuran como el principal destino elegido por el sector privado para mantener los márgenes obtenidos durante el *boom* inmobiliario español, ya que estos estados comu-

nitarios aguardan significativas subidas de precios en los próximos ejercicios y recibirán fondos de la Unión Europea para desarrollar unas economías que requieren reformas tras su expulsión del dominio soviético. En esta línea de negocio, es fundamental conocer el grado de penalización fiscal del retorno del capital invertido, así como el de plusvalías, intereses y dividendos. Así, es conveniente escoger un sistema sencillo y flexible con el que resulte fácil desinvertir, optimizando la fiscalidad de la rentas del proyecto entre el país de destino y España. Según datos del Banco de España, el volumen invertido por residente españoles en la adquisición de inmuebles en el extranjero, alcanzó los 2.350 millones de euros durante el pasado ejercicio, lo que representa un aumento del 54,2% respecto a los millones contabilizados en el año precedente.

Por si todas estas reflexiones no fuesen suficientes, queda todavía una acumulación importante de viviendas de protección oficial con suelo suficiente y proyectos pendientes, cuyas obras pueden generar la sustitución de una parte de los empleos que se pierdan por la contracción de la demanda de viviendas libres, a pesar de que las constructoras van a necesitar que se liciten más obras públicas.

En lo concerniente a las agencias inmobiliarias, el fuerte descenso en su cifra neta de negocio está provocando la clausura indeliberada de una gran proporción de oficinas, por lo que muchas de estas firmas de intermediación han comenzado a rediseñar su estrategia, redefiniendo su servicio post-venta a través de la creación de una amplia oferta de seguros, reparaciones, limpieza y otros complementos, y ajustando los importes de sus productos, por lo que han dejado de incrementar los precios a los ritmos de años anteriores en determinados nichos de mercado.

PROYECCIÓN DE FUTURO

Queda claro que el precio de la vivienda se ha incrementado a lo largo de estos últimos diez años hasta cotas inimaginables, debido al incremento de la demanda de vivienda, que ha alcanzado máximos históricos, hasta situarse en la cifra de 700.000 unidades

anuales, constituyendo un crecimiento insostenible en el tiempo. La ralentización de esta demanda, que en la actualidad se sitúa en 600.000 unidades, provocará un descenso en la producción y una moderación en el crecimiento de precios.

Desde el Ministerio de Vivienda se apunta hacia un aterrizaje flexible en la variable del precio.

El Banco de España se muestra de acuerdo y asegura que la fase más álgida del sector inmobiliario ya ha sido superada y que se está produciendo una escalonada normalización con cadencias de actividad más moderadas.

En el Fondo Monetario Internacional se ha advertido del alto precio de la vivienda en España y en otros países de Europa, como Reino Unido e Irlanda, y de sus efectos perniciosos sobre los diferentes ámbitos de la economía.

Por último, el banco de inversión Morgan Stanley apunta como panorama base que los precios de la vivienda disminuirán un 5% durante este ejercicio y se estabilizarán en años posteriores si la demanda de nuevos inmuebles desciende de forma moderada, hasta las 475.000 unidades por año. Un segundo escenario, más optimista para el sector, prevé una demanda del sector residencial de 600.000 unidades anuales; en él la construcción descendería un 20% en 2009, aunque los precios continuarían ascendiendo a un ritmo no superior al 5%. En el tercer contexto, la demanda de viviendas disminuiría hasta 350.000 unidades, lo que proporcionaría una caída de la construcción en un 70% en 2009 y una disminución en materia de precio de hasta un 5% desde el año 2008 hasta el 2010, lo que supondría una reducción brusca del sector.

En cualquier caso, la salida, exclusión y depuración de oportunistas del mercado, va a permitir al sector inmobiliario proyectarse hacia su definitiva profesionalización, lo que aportará estabilidad al mercado y permitirá a entidades financieras y promotoras adoptar sus decisiones de inversión con mayores garantías. ■