



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales (ICADE)

El efecto de la contabilidad del valor razonable en los mercados inmobiliarios de Irlanda y España en el siglo XXI

Autor: Daire John Kelly

Director: Francisco Luis Sastre Peláez

Resumen

Dado el enorme impacto que el mercado inmobiliario tuvo en las economías irlandesa y española durante la crisis financiera, no es de extrañar que ambos países se vieran tan afectados cuando estallaron las burbujas inmobiliarias. Como resultado, la forma en que valoramos los activos inmobiliarios fue sometida a un riguroso escrutinio. En este trabajo evaluamos las implicaciones de la contabilidad tanto del valor razonable como de los costes históricos en las empresas inmobiliarias, a la vez que investigamos los procesos de valoración de los activos inmobiliarios. Además, investigamos si el uso de la contabilidad por el valor razonable fue de hecho causal de la crisis financiera en Irlanda y España.

Sobre la base del análisis, la contabilidad de costes históricos no sería un método adecuado para valorar los activos de las empresas inmobiliarias, y la contabilidad del valor razonable, más orientada al mercado, sería más adecuada. Además, aunque puede parecer que la contabilidad del valor razonable exacerbó la gravedad de la crisis financiera, hemos encontrado que una de las principales causas de la burbuja inmobiliaria y de la crisis financiera fue en realidad la regulación de los bancos y el alto apalancamiento.

Palabras clave: Contabilidad de Valor Razonable, Mercado inmobiliario, Contabilidad de Costo Histórico, Índice de Cobertura de Liquidez, Valuación de Activos

Abstract

Given the huge impact the real estate market had on the Irish and Spanish economies during the financial crisis, there is no wonder both countries were so heavily affected when the housing bubbles burst. As a result, the way in which we value real estate assets was put under severe scrutiny. In this paper we assess the implications of both fair value and historical cost accounting in real estate companies, while investigating the valuation processes of real estate assets. Furthermore, we investigate if the use of fair value accounting was in fact causal of the financial crisis in Ireland and Spain.

Based on the analysis, historical cost accounting would not be a suitable method of valuating the assets of real estate companies, and the more market orientated fair value accounting would be better suited. Furthermore, although it may seem that fair value accounting exacerbated the severity of the financial crisis, we have found that one of the main causes of the housing bubble and financial crisis was actually the under regulation of banks and high leverage.

Key words: Fair Value Accounting, Real estate, Historical Cost Accounting, Liquidity Coverage Ratio, Asset Valuation

Índice

Índice de Gráficos.....	V
1. Introducción.....	1
1.1 Metodología.....	2
2. Métodos de Valoración.....	3
2.1 La contabilidad del valor razonable	3
2.1.1 La contabilidad por el valor razonable en acción.....	4
2.2 Contabilidad de costes históricos	7
2.2.1 Contabilidad de costes históricos aplicados	9
3. Proceso de valoración en el sector inmobiliario.....	11
3.1 Los procesos de valoración de activos inmobiliarios	11
3.1.1 Identificación de oportunidades	11
3.1.2 Valoración del proyecto	12
3.1.3 Gestión de carteras e inmobiliaria	13
3.1.4 Estrategia de precios y marketing.....	13
3.1.5 Implementación del plan de negocios	14
3.1.6 Ventas	14
3.2 Implicaciones contables.....	14
3.2.1 Métodos de valor razonable.....	14
3.2.2 Métodos contables históricos	16
3.2.3 Recomendaciones a la empresa	18
4. Análisis del mercado.....	20
4.1 Mercado Inmobiliario Irlandés	21
4.2 Mercado Inmobiliario Español	24
5. Valor Razonable y Burbujas de Inmobiliaria.....	27
5.1 El auge	27

5.2 El fracaso	32
5.3 ¿Fue el valor razonable el problema?	34
6. Conclusiones.....	38
6.1 Reflexiones finales	39
6.2 Limitaciones de la investigación	39
6.3 Posibles investigaciones posteriores.....	40
Bibliografía.....	41

Índice de Gráficos

Gráfico 1: El precio €/m ² en Madrid, de viviendas de 2ª mano, 2001 - 2019. (Idealista, 2019).....	5
Gráfico 2. IBEX datos históricos, 2001 - 2019. (Yahoo Finance (a), 2019).....	7
Gráfico 3: Comparación del cambio del PIB Madrid, Precios €/m ² Madrid, y Índice de Confianza del Consumidor, 2004-2007, (INE, 2019), (Idealista, 2019) & (OECD, 2019).....	16
Gráfico 4: Unidades Residenciales Construídas en Irlanda 2012 – 2018 (Central Statistics Office (a), 2019).....	22
Gráfico 5: Ratio del precio de viviendas y Ingresos, 1995-2008, (OECD, 2009)....	28
Gráfico 6: Índice de Precio de vivienda con base de enero 2005, 2005-2019, (Central Statistics Office, 2019), (Idealista, 2019).....	29
Gráfico 7: Niveles de Construcción en Irlanda y Madrid, 2001-2018, (Central Statistics Office, 2019), (Ayuntamiento de Madrid, 2019).....	30
Gráfico 8: Precio del IBEQ y Índice de Construcción en Irlanda, 2001-2018, (Central Statistics Office (b), 2019), (Yahoo Finance (b), 2019).....	31

1. Introducción

La recesión mundial de 2008 afectó a varios países de todo el mundo, algunos de los cuales sufrieron más que otros. Los problemas en toda Europa eran bastante variados, y tanto Irlanda como España se encontraban entre las naciones más afectadas. En ambos países se formó una burbuja inmobiliaria a principios del siglo XXI, alimentada por enormes niveles de inversión extranjera, la mayor parte de la cual se destinó directamente al sector de la construcción. Cuando llegó la crisis y estallaron las burbujas inmobiliarias en cada uno de los países, se produjeron efectos perjudiciales para cada economía. Durante varios años, tanto el precio de la vivienda como el PIB cayeron, ya que miles de personas quedaron desempleadas y muchos propietarios de viviendas se vieron abrumados por los enormes niveles de endeudamiento. Los sistemas financieros de ambos países quedaron en ruinas, ya que los gobiernos se vieron obligados a rescatar a los bancos nacionales y los contribuyentes se vieron obligados a asumir esta carga.

El auge del liberalismo y de los mercados internacionales provocó un gran cambio de forma gradual en los modelos contables. A medida que los mercados se fueron abriendo, se implementó un nuevo sistema de contabilidad basado en valores de mercado, conocido como contabilidad de valor razonable. Reemplazando el antiguo método de contabilidad de costes históricos, el valor razonable es mucho más volátil, pero también es una representación más precisa del valor actual, dada su naturaleza. Sin embargo, muchos críticos han argumentado que la contabilidad por el valor razonable contribuyó significativamente a la crisis financiera o, al menos, exacerbó su gravedad.

La contabilidad del valor razonable es actualmente el método de valoración estándar tanto para los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en los Estados Unidos (PCGA EE.UU.) como para las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Tanto las normas contables de Irlanda como las de España se basan en estas últimas, en forma de NIF 102 y el Plan General de Contabilidad (Financial Reporting Council, 2015). Aunque la contabilidad por el valor razonable ha sido criticada por muchos desde la crisis financiera, el uso del valor razonable se ha incrementado, ya que los reguladores aspiran a una norma contable internacionalmente aceptada.

El presente trabajo pretende identificar los problemas que provocaron el auge y la caída del sector inmobiliario en Irlanda y España, analizando los efectos de los diferentes modelos contables sobre los activos inmobiliarios, y la importancia que éstos aportarán en el futuro.

1.1 Metodología

Este Trabajo de Fin de Grado es una revisión bibliográfica de estudios y casos de estudio que han ayudado a analizar la relevancia y los efectos que tiene la contabilidad del valor razonable tanto en las empresas inmobiliarias como en sus activos.

La primera parte del estudio analiza y contrasta el impacto que la contabilidad del valor razonable y la contabilidad de costes históricos tienen en diferentes escenarios como método de valoración. Para ello se han estudiado la NIF 102 (Irlanda) y el Plan General de Contabilidad (España), y se han contrastado diversos datos de la Central Statistics Office (Irlanda) y del Instituto Nacional de Estadísticas (España).

El capítulo tres es un análisis en profundidad de las técnicas de valoración de una empresa inmobiliaria en Madrid, que describe los procesos que utiliza la empresa desde la identificación de la oportunidad hasta la venta del activo final. Se han analizado los procesos y el impacto de la contabilidad, tanto del valor razonable como del coste histórico en la empresa y sus activos, al mismo tiempo que se han hecho recomendaciones a la empresa.

Tras el análisis del proceso de valoración en las empresas inmobiliarias, se investigan los mercados inmobiliarios de Irlanda y España, analizando tanto los aspectos económicos como los específicos de cada sector. Se han analizado los riesgos potenciales para los mercados y, utilizando proyecciones para los próximos años, se mencionan las posibles implicaciones contables.

En la última sección, gracias a la revisión de varios estudios, se ha discutido la burbuja inmobiliaria en Irlanda y España a partir del año 2000, con énfasis en las causas y efectos del evento, y el posible impacto que la contabilidad del valor razonable ha tenido en el mismo. Esto nos permitió comprender mejor la crisis financiera en ambos países, a la vez que llegamos a las conclusiones necesarias.

2. Métodos de Valoración

2.1 La contabilidad del valor razonable

La contabilidad del valor razonable (CVR), comúnmente conocida como contabilidad de ajuste al valor de mercado, ha estado en el punto de mira por varias razones en los últimos años. Muchos críticos han argumentado que la CVR ha exagerado los efectos de la crisis financiera de 2008 y, por lo tanto, ha aumentado aún más los problemas a los que se enfrenta después de la crisis, (Laux & Leuz, 2009). Mientras los efectos de la siempre presente crisis financiera se hacían evidentes, notables líderes financieros como los directores generales de AIG, Martin Sullivan y AXA, Henri de Castries, se pronunciaron en contra de la contabilidad, y este último declaró en 2008: "Si estás en el negocio médico, quieres estar seguro de que el termómetro es el adecuado para hacer una evaluación comparativa adecuada de las cosas.... Los sistemas de contabilidad de la economía son el termómetro, y no estoy seguro de que su escala de medición sea la correcta", (Hughes & Tett, 2008).

Sin embargo, muchos otros investigadores han notado que la CVR fue simplemente el "mensajero" en los métodos de contabilidad durante este tiempo, y por lo tanto no se debe culpar a este método de reporte, (André, Dick, Jeny, Richard, & Walton, 2009).

Para investigar más a fondo las implicaciones de la CVR en las normas de contabilidad pasadas y presentes, es necesario comparar cómo se ha regulado la CVR y cómo afecta la presentación de informes.

Las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados de los Estados Unidos (PCGA de los Estados Unidos) son los principales conjuntos de normas de contabilidad utilizados por las empresas que cotizan en bolsa en todo el mundo. Ambas normas definen el valor razonable de los instrumentos financieros bajo un marco de tres niveles. El primer nivel de valoración se conoce como precio de cotización para un activo idéntico en un mercado activo. Si no se encuentra, el nivel 2 es el precio de cotización de un activo similar en un mercado activo. Si no se puede utilizar ninguno de los dos métodos de valoración anteriores, se puede implementar el nivel 3 en el que la entidad alcanza una valoración mediante una técnica de valoración, (IFRS, 2013) (Financial Reporting Council, 2015)

La Norma de Información Financiera aplicable en el Reino Unido y la República de Irlanda (NIF 102) entró en vigor el 1 de enero de 2015 y sustituyó a las anteriores normas de PCGA del Reino Unido, principios contables generalmente aceptados en el Reino Unido. El objetivo de la norma es "dar una imagen fiel de la situación financiera de la entidad informante y de sus resultados (o ingresos y gastos) de un período". Se ha aplicado de conformidad con las normas internacionales, reflejando al mismo tiempo el pensamiento actualizado y la evolución de la forma en que operan las entidades y las transacciones que realizan, (Financial Reporting Council, 2015). Hay muchos cambios que las empresas del Reino Unido y de la República de Irlanda tuvieron que realizar gracias a las alteraciones de las normas financieras, como el requisito de amortizar el fondo de comercio, o la determinación de si un acuerdo es, o contiene, un arrendamiento. Lo que es más pertinente para este estudio, sin embargo, es que el modelo del valor razonable solía ser una opción en muchos casos, sin embargo, este es ahora el uso requerido y la norma en todos los principios contables., (PwC, 2013).

2.1.1 La contabilidad por el valor razonable en acción

La forma más sencilla de ilustrar el impacto de la CVR es con un ejemplo sencillo. Si una empresa inmobiliaria, con sede en Irlanda, comprase en marzo de 2001 una cierta cantidad de viviendas de segunda mano en diferentes zonas de Madrid, como se puede ver en el Gráfico 1, el precio medio por metro cuadrado le costaría a la empresa 2.910,10 euros por metro cuadrado comprado. Con la compra de 10 viviendas de segunda mano de 100 metros cuadrados cada una, un total de 1.000m², el precio total ascendería a 2,9 millones de euros.

Asumiendo que dicha compañía tiene suficiente efectivo en reservas para pagar por estos activos, la transacción y el método contable sería muy sencillo, contabilizando una reducción en efectivo mientras se incrementa el activo fijo. Al cierre del ejercicio, la compañía tendría un incremento de su inmovilizado de 2,9 millones de euros. Bajo las antiguas reglas de la PCGA del Reino Unido, se permitía la revalorización y se requerían revalorizaciones completas cada 5 años. Bajo la NIF 102, se requieren revalorizaciones con suficiente frecuencia para asegurar que el valor en libros no sea materialmente diferente al valor razonable. Esto implica que es probable que sea necesaria una valoración anual de alguna descripción, (Hazelwoods, 2013).

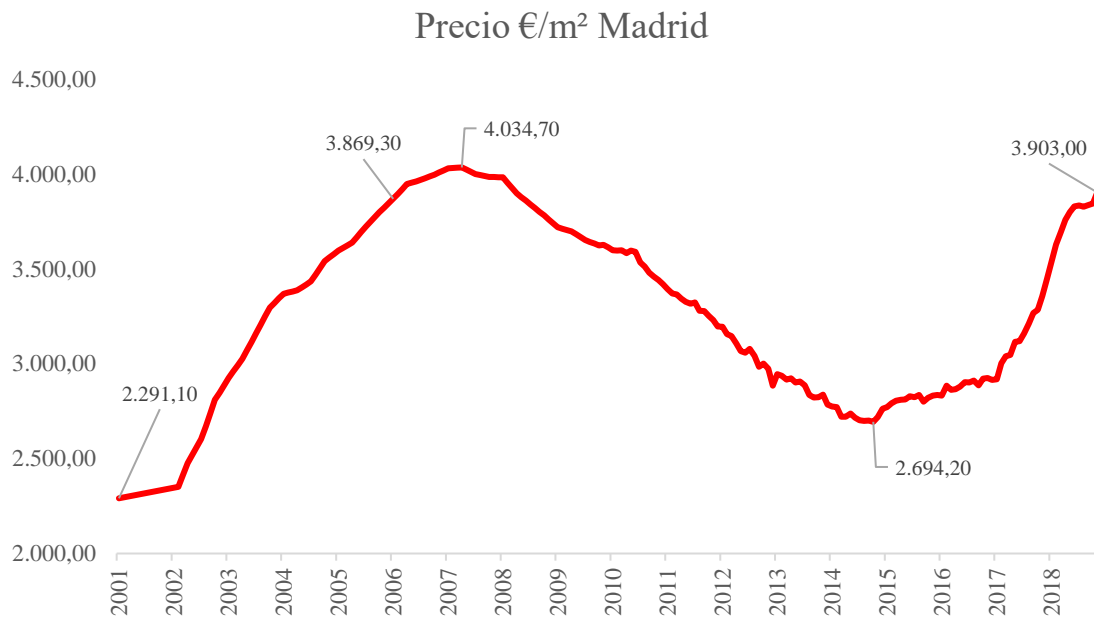


Gráfico 1: El precio €/m² en Madrid, de viviendas de 2^a mano, 2001 - 2019. (Idealista, 2019)

El cambio en la regulación impedirá que las entidades muestren activos valorados incorrectamente en su balance, como el período en el que la revalorización está ahora sujeta al auditor en cuestión. Tomando el ejemplo anterior, la empresa no estaría obligada a revalorizar los activos hasta 5 años después de la compra de los activos, por lo que se le permitiría marcar el valor de sus activos al precio de compra hasta 2006. Sin embargo, al cabo de cinco años, el precio de mercado y, por tanto, el valor razonable de los activos se había disparado hasta los 3.869,30 euros por metro cuadrado. La revalorización de los activos al final de este período de 5 años mostrará un enorme aumento en la valoración de los activos fijos, y sesgará las cifras del balance de un año a otro. En este caso se produciría un incremento de valor del 69% de estos activos fijos, en términos interanuales, de acuerdo con las cifras del balance. La implementación de las nuevas normas NIF 102 permitiría un aumento más constante del valor, con incrementos de un promedio del 14% anual, lo que constituye una práctica contable mucho mejor.

El cambio en la regulación impedirá que las entidades muestren activos valorados incorrectamente en su balance, como el período en el que la revalorización está ahora sujeta al auditor en cuestión. Tomando el ejemplo anterior, la empresa no estaría obligada a revalorizar los activos hasta 5 años después de la compra de los activos, por lo que se le permitiría marcar el valor de sus activos al precio de compra hasta 2006. Sin embargo,

al cabo de cinco años, el precio de mercado y, por tanto, el valor razonable de los activos se había disparado hasta los 3.869,30 euros por metro cuadrado. La revalorización de los activos al final de este período de 5 años mostrará un enorme aumento en la valoración de los activos fijos, y sesgará las cifras del balance de un año a otro. En este caso se produciría un incremento de valor del 69% de estos activos fijos, en términos interanuales, de acuerdo con las cifras del balance. La implementación de las nuevas normas NIF 102 permitiría un aumento más constante del valor, con incrementos de un promedio del 14% anual, lo que constituye una práctica contable mucho mejor.

A medida que los mercados bursátiles comenzaron a caer, la confianza del consumidor cayó, infundiendo un sentimiento de pánico entre los inversores, según el Sr. Castries, (Hughes & Tett, 2008). Para empresas como AXA, estas amortizaciones crean pérdidas masivas para las grandes empresas que cotizan en bolsa. Sin embargo, según Boyer, los defensores del valor razonable asumen que los mercados financieros son eficientes. Cree que el gran problema está causado por la dependencia del valor razonable de un mercado financiero eficiente. El problema es que estos mercados son inherentemente volátiles porque están impulsados por las expectativas del futuro, (Boyer, 2007). También afirma que la discrepancia generada por el valor razonable está aumentando con el grado de incertidumbre, lo que va en contra de lo que todos los demás creían en su momento que los mercados financieros serían capaces de hacer frente a la incertidumbre. Dado que su artículo fue escrito en enero de 2007, su predicción sobre la incertidumbre de los mercados fue mucho más precisa de lo que muchos esperaban.

Incluso después de todas las señales de advertencia de la incertidumbre del mercado, y dado que la CVR pareció exacerbar la gravedad de la peor crisis financiera en décadas, todavía estamos viendo cómo se implementan aún más las técnicas del valor razonable. Hay muchos casos en los que el antiguo sistema de PCGA del Reino Unido había permitido anteriormente que se utilizara la contabilidad basada en el coste histórico para cosas como las inversiones cotizadas, mientras que los nuevos requisitos de la NIF 102 establecen que se debe utilizar el valor razonable en su lugar, (Hazelwoods, 2013). Aunque esto permite un balance más preciso al valor actual de mercado, también deja que la valoración de una empresa se vea fuertemente afectada por la volatilidad del mercado.

Al igual que en el ejemplo anterior utilizando precios de mercado de segunda mano, en el Gráfico 2 siguiente, si una empresa irlandesa invirtiera en el IBEX 35, bajo los antiguos estándares de PCGA del Reino Unido, no se le exigiría que marcara constantemente el valor de su inversión a valor de mercado, sino al coste histórico al que compró las acciones. Esto permitiría que el valor de la empresa fuera menos susceptible a las perturbaciones del mercado, como las que se produjeron en los años posteriores a la crisis financiera. Por ejemplo, el valor del índice cayó de 15.824 en octubre de 2007 a 9.116 un año después, una caída del 42%. De acuerdo con la NIF 102, este no sería el caso, ya que se verían obligados a marcar el valor de las acciones al precio actual de mercado, con el fin de dar un valor lo más exacto posible.



Gráfico 2. IBEX datos históricos, 2001 - 2019. (Yahoo Finance (a), 2019)

Para empezar a comprender realmente las implicaciones, es necesario investigar las alternativas que puedan existir a la CVR, y cómo éstas afectarían situaciones como las mencionadas anteriormente.

2.2 Contabilidad de costes históricos

Aunque el debate entre el valor razonable y la contabilidad de costes históricos se ha vuelto a poner en el candelero tras la crisis financiera de 2008, este argumento tiene orígenes que se remontan mucho más atrás.

La contabilidad de costes históricos fue el método contable más común utilizado para valorar un activo durante gran parte del siglo XX. Su método de valoración se basa en el precio al que se compró originalmente el activo. Es un método de valoración mucho más estable, pero tiene el inconveniente de que no refleja adecuadamente el valor actual de un activo, (Greenberg, Helland, Clancy, & Dertouzos, 2013). Utilizando el método del coste histórico, la estrella del FC Barcelona Lionel Messi se valoraría sustancialmente menos de lo que se vendería hoy en día.

La contabilidad de costes históricos es retrospectiva, y no toma en cuenta el ajuste del valor en libros para reflejar el estado actual del mercado o la volatilidad, y no toma en cuenta la apreciación en el tiempo. Se supone que las valoraciones del coste histórico muestran los efectos de los cambios no temporales en el valor del activo, por ejemplo, cuando los impagos de crédito en una cartera de hipotecas degradan el flujo futuro de ingresos que se obtendrán de esas hipotecas, (Greenberg, Helland, Clancy, & Dertouzos, 2013). Este método de valoración es mucho más restrictivo, pero también mucho menos volátil, ya que no permite que las valoraciones se vean afectadas por la especulación. Por estas razones, la contabilidad de costes históricos podría ser útil para la determinación del precio de los activos de una empresa en marcha, en la que la tenencia de activos durante un largo período de tiempo reduce la necesidad de calcular el precio de venta actual en el mercado. El coste histórico de los activos se define de la siguiente manera en la NIF 102: "coste histórico es el importe de efectivo o equivalentes de efectivo pagados o el valor razonable de la contraprestación entregada para adquirir el activo en el momento de su adquisición". (Financial Reporting Council, 2015).

Aunque la contabilidad de costes históricos tiene sus limitaciones, y las normas de valor razonable están cada vez más presentes, todavía hay muchos aspectos positivos en sus métodos. La información contable siempre debe afectar la decisión empresarial, debe dar forma y guiar el funcionamiento de una empresa o de una sociedad. Esto significa que cuando se está tomando una decisión importante, ésta debe estar fuertemente influenciada por los números contables. Sin embargo, al utilizar los métodos del valor razonable y el valor de mercado volátil al que está vinculado, las decisiones se toman a menudo en momentos de cambios graves y volatilidad que pueden provocar una toma de decisiones precipitada. Los métodos del valor razonable van en contra de la naturaleza de los negocios y entidades que son sistemas socioeconómicos que implican relaciones

continuas entre las partes interesadas y que suscitan preocupaciones de interés público, (Biondi, 2011).

Lo que hace la contabilidad de costes histórica es que se refiere a la acumulación de gastos reales relacionados con el proceso productivo en curso de la entidad empresarial. Estos gastos se convierten en los costes históricos o invertidos que tienen por objeto generar conjuntamente ingresos comerciales para la entidad empresarial en el tiempo histórico. Esto aleja el énfasis de los cambios en el mercado del valor contable de la empresa/activo en cuestión, (Biondi, 2011). Además, la contabilidad de costes históricos es extremadamente trazable y evita la naturaleza volátil de la contabilidad de ajuste al valor de mercado. La contabilidad de costes cumple con la autonomía lógica entre costes e ingresos en la contabilidad del proceso empresarial en curso. En principio, las ventas a clientes se realizan en última instancia y generan ingresos económicos para la recuperación de los costes incurridos. La lógica de la contabilidad de costes mantiene los flujos de costes e ingresos diferenciados y evita así el impacto de las cifras "reveladas" de beneficios virtuales no realizados, y el efecto de los tipos de descuento poco fiables en los números contables (Biondi, 2011).

En contraste, la CVR se apoya en el método de descuento que requiere este doble impacto y contrasta fuertemente con el papel contable de la rendición de cuentas que "ha sido claramente la columna vertebral social y organizativa de la contabilidad durante siglos", (Biondi, 2011).

Lo que me parece más interesante es que con la CVR valoramos los beneficios virtuales que puedan surgir en el futuro. El Diccionario Collins describe la contabilidad como "la actividad de mantener registros detallados de las cantidades de dinero que una empresa o persona recibe y gasta". En ningún momento se habla de ingresos o gastos virtuales o posibles, lo que nos lleva a preguntarnos si la CVR es contable en absoluto.

2.2.1 Contabilidad de costes históricos aplicados

Para comparar adecuadamente los dos métodos contables, utilizando los ejemplos anteriores para la CVR, analizaré brevemente los efectos que tendría la contabilidad de costes históricos en cada situación.

Tomando el primer ejemplo en el que una empresa irlandesa compra activos inmobiliarios españoles en marzo de 2001 por un valor de 2,3 millones de euros, la

transacción inicial utilizando el enfoque contable histórico es la misma que la del valor razonable. No obstante, en los próximos años, dado que el valor de mercado de las viviendas de segunda mano en Madrid aumenta rápidamente, el valor contable del inmovilizado se mantendría en 2,3 millones de euros (suponiendo que la amortización es nula), independientemente del precio de mercado. No se producirían las severas rebajas de valor que se requerirían en PCGA del Reino Unido, NIF 102 o NIIF, sino que el precio de los activos se mantendría constante y predecible, lo que daría estabilidad para el futuro. Esto afectaría en gran medida el proceso de toma de decisiones, ya que los números contables siempre tienen un impacto en las decisiones importantes. Utilizando este ejemplo y contrastándolo con la volatilidad del método del valor razonable, podemos empezar a preguntarnos qué implicaciones podría haber tenido la contabilidad de costes históricos en el auge y la caída del sector inmobiliario hasta 2008. Si se hubiera implementado la contabilidad de costes históricos, entonces quizás el pánico, como dijo Henri de Castries, que fue experimentado por los inversionistas a partir de 2008, podría haber disminuido y probablemente lo habría hecho en gran medida. No se producirían grandes depreciaciones de los precios de los activos y, a pesar de la falta de revalorizaciones en el período de crecimiento, el impacto de las oscilaciones en el mercado se reduciría en gran medida.

Tomando el segundo ejemplo, utilizando los precios de mercado como se ve en el gráfico 2, la contabilidad de costes históricos no es un método tan útil dada la naturaleza del mercado. Cuando una empresa o un individuo invierte en el mercado de valores, está comprando/vendiendo acciones en función de sus percepciones, lo que implica un cierto nivel de volatilidad. Invertir en una empresa cotizada es invertir en un mercado muy líquido, en el que las transacciones y los cambios de precios son casi constantes, y en el que la incertidumbre del mercado está siempre presente. La utilización de la contabilidad de costes históricos no tendría sentido a la hora de considerar inversiones en sociedades cotizadas, debido a la naturaleza líquida tanto del mercado como de la propia inversión.

En esta sección he esbozado los defectos y las ventajas de la contabilidad del valor razonable y del coste histórico, destacando los problemas importantes a los que se enfrenta la valoración de los activos.

3. Proceso de valoración en el sector inmobiliario

En esta sección detallaré el proceso de valoración de una empresa inmobiliaria en España, y analizaré las implicaciones contables en relación tanto con la CVR como con la contabilidad de costes históricos.

3.1 Los procesos de valoración de activos inmobiliarios

Para entender mejor cómo funcionan las valoraciones en el mundo inmobiliario, solicité la ayuda de una empresa inmobiliaria aquí en Madrid, una empresa que está en funcionamiento desde 2009, justo después de la conmoción inicial de la crisis financiera, y que acaba de cumplir 10 años de funcionamiento.

La compañía ofrece una amplia gama de servicios dentro del sector, desde el asesoramiento en valoraciones, hasta el desarrollo corporativo y la gestión de carteras, pasando por la venta de activos inmobiliarios en toda España. La empresa es de tamaño mediano con 100 empleados que trabajan tanto en la sede central como en todo el país como agentes regionales y especialistas. Lo que distingue a esta empresa es la naturaleza independiente de la misma, ya que gestiona internamente todas las partes del proceso inmobiliario: identificación de oportunidades, construcción y reformas, valoración e investigación de mercado, comercialización, marketing, ventas y todos los documentos legales. Dado que todos estos procesos ocurren dentro de esta empresa, esto me ha ayudado a comprender mejor las etapas involucradas. Los procesos se describen a continuación con una breve descripción de cada etapa.

3.1.1 Identificación de oportunidades

Las oportunidades surgen en toda España de forma regular y se comunican a la sede central y a los directores a través de diferentes canales. Muchas veces la red de agentes de inmobiliaria informa a la compañía, o posiblemente a través de un colega en otra empresa. En cualquier caso, en cuanto se presenta la oportunidad, la empresa comienza a analizar el área, utilizando diversas fuentes estadísticas, como el Instituto Nacional de Estadística, o la base de datos de transacciones inmobiliarias en España, Registradores. Esto permite a la compañía tener una visión rápida del área en la que se encuentra el proyecto y comenzar a recopilar una breve comprensión de la situación económica de la región.

Los proyectos pueden ser de cualquier tipo, desde residenciales, comerciales, industriales o incluso de estacionamiento, siempre y cuando el proyecto sea viable financieramente, y que haya suficiente demanda para los activos del proyecto.

3.1.2 Valoración del proyecto

El equipo recibe una serie de detalles sobre el lugar en el que se encuentra el activo y comienza el estudio de mercado. Utilizando una plantilla, rellenarán todos los detalles que puedan encontrar a través de varios sitios web o herramientas internas. El análisis inicial es realizado por un miembro junior del personal, y son guiados por un gerente interno con más experiencia.

El analista principiante comenzará el estudio de mercado encontrando la ubicación exacta del activo y comprobando sus alrededores utilizando herramientas de mapas en línea, comprobando en qué tipo de área se encuentra, el nivel de los edificios que lo rodean y cualquier otro asunto que pueda afectar al valor de un activo. Se escribe una breve descripción de los hallazgos y luego se inicia la investigación de mercado.

Inicialmente, revisando sitios web como Idealista, Fotocasa o Pisos.com, se prepara un estudio de mercado, revisando activos comparables cercanos. Por ejemplo, si el activo fuera un bloque de apartamentos de uno o dos dormitorios de una superficie media de 70m², en la zona de Tetuán, Madrid centro, la búsqueda sólo incluiría apartamentos similares a esa tipología, asegurándose de no elegir activos comparables de Chamartín o Chamberí. Es de vital importancia que los activos elegidos sean similares al producto final que la empresa está valorando, de lo contrario, la información proporcionada para la siguiente etapa del proceso de valoración se considera dudosa. Este estudio de mercado se realiza estudiando tanto el mercado de segunda mano como el de obra nueva, pero también utilizando la herramienta Registradores antes mencionada, existe un estudio final sobre las transacciones inmobiliarias recientes, similares a las del activo, en la zona. Esto permite un estudio exhaustivo de las zonas circundantes, cómo es la demanda del mercado, y cómo ha cambiado el área en los últimos años, lo que permite una valoración más precisa.

Después de que este análisis es completado y verificado por el gerente, se hace contacto con un agente de inmobiliaria y un especialista en el área. Su trabajo consiste en comprobar si la valoración alcanzada a nivel de oficina es realmente exacta, si el activo

es el descrito y no tiene defectos importantes, y si utilizan su conocimiento del precio al que se vendería o alquilaría el activo en las condiciones actuales del mercado. En esta etapa existe una comunicación constante entre el personal de la oficina central y el agente de inmobiliaria. Se organiza una visita a la obra, que a menudo se realiza con un arquitecto interno. Esto permite realizar un control exhaustivo, en dos niveles: que se pueda conseguir el precio de venta anterior y que el edificio no tenga problemas estructurales. Después de esta visita el agente de inmobiliaria prepara un informe detallando el resultado de la visita al sitio, y también prepara su informe de valoración.

A medida que se realizan las visitas de campo, un equipo interno verificará las restricciones legales que pueda tener el edificio, por ejemplo, si se trata de una Vivienda de Protección Oficial (VPO). Esto garantiza que el proceso de venta se desarrolle sin contratiempos y que no se produzcan costes adicionales.

3.1.3 Gestión de carteras e inmobiliaria

El equipo de gestión de cartera se asegura de que el proyecto sea financieramente viable. Además de actuar de enlace con los inversores en determinados proyectos, a menudo también llevan a cabo sus propios estudios de mercado para asegurarse de que el valor alcanzado por el equipo de valoraciones es exacto. Esto se hace mediante una base de datos interna, basada en transacciones y tendencias anteriores, y también se mezcla con el estado actual del mercado. Esto permite una confirmación adicional de una valoración precisa en toda la empresa.

Para asegurar que el proyecto sea adecuado desde el punto de vista financiero, el equipo también ayudará a establecer el plan de negocio, detallando los flujos de caja futuros y las distintas ratios de rentabilidad.

3.1.4 Estrategia de precios y marketing

A través de los sistemas informáticos de la empresa se crean páginas web especialmente diseñadas para generar información de valor incalculable y despertar el interés por el proyecto. Se utilizan anuncios web dirigidos que dirigen a los clientes potenciales a una página web, la cual pregunta al cliente sobre lo que está buscando y lo que pagaría por ello. Esto ayuda a crear una línea de contacto entre la empresa y el cliente, a la vez que ayuda a comprender mejor la demografía de los compradores potenciales.

Esta herramienta se utiliza a menudo como punto de referencia para valoraciones, ya que ayuda a encontrar el precio de venta de mercado.

3.1.5 Implementación del plan de negocios

Utilizando los métodos de valoración examinados anteriormente, se acuerdan los precios y el equipo directivo comienza a diseñar e implementar el plan de negocios. Cada proyecto es diferente al siguiente y depende de la estrategia que sea más rentable para la empresa: ventas, alquiler o una combinación de ambos.

En el caso de las ventas, lo más común es dividir el proceso de ventas en fases. Esto permite a la empresa utilizar la primera fase para asegurarse de que hay suficiente demanda del activo y, a continuación, aplicar cambios en el precio o en la estrategia para la segunda fase. Antes de que comience la segunda fase, es necesario actualizar el estudio de mercado para garantizar la maximización del valor, y el estudio se llevará a cabo utilizando los datos recopilados en la primera fase. Este proceso continúa hasta que todos los activos son vendidos, y asegura que la valoración en cada etapa sea a su valor de mercado.

3.1.6 Ventas

El proceso de venta es llevado a cabo por los agentes de inmobiliaria dentro de la empresa, quienes trabajan continuamente con el equipo en la oficina. Dado que todas las operaciones se llevan a cabo internamente, incluido un centro de llamadas y asistencia, esto garantiza que el proceso de ventas se lleve a cabo de la forma más eficiente posible. Cualquier incidencia que se produzca se comunica internamente, y cualquier información recogida a lo largo del proceso de venta se utiliza y documenta para mejorar la siguiente etapa.

3.2 Implicaciones contables

3.2.1 Métodos de valor razonable

El proceso anterior es muy detallado y meticuloso, y todo ello con un único objetivo: garantizar que la valoración del activo que se vende se haga a precio de mercado. Aunque el proceso varía en duración y, por supuesto, en detalle, es de vital importancia para la empresa. A lo largo de la etapa del proceso podemos ver que están implementando el estudio de mercado necesario para alcanzar un valor de mercado verdadero y justo de los activos. De hecho, utilizando los lineamientos de la NIF 102, podemos ver que están implementando los tres niveles de medición del valor razonable. (IFRS, 2013)

1. Precio de cotización de un activo idéntico en un mercado activo

Dentro del estudio de mercado, si se encuentra un activo idéntico, es una fuente de información ideal para calcular un valor de venta apropiado. En algunos casos, se venderán bloques de apartamentos idénticos a dos inversores distintos, lo que dará al segundo inversor una ventaja a la hora de fijar el precio de sus activos

2. Precio de cotización de un activo similar en un mercado activo

Incluso si se encuentra un activo idéntico, se sigue llevando a cabo un estudio sobre activos similares, para garantizar que el estudio se lleve a cabo en el mayor grado posible.

3. La entidad alcanza la valoración mediante una técnica de valoración.

La tercera y última técnica es una mezcla de la base de datos interna, estudio económico y demográfico, además de incorporar la investigación completada por la página web en línea.

Podemos ver que estas técnicas se implementan en todos los procesos, desde las valoraciones iniciales, hasta el inicio de los procesos de venta y su finalización al final de la fase final.

Este es el caso de cualquier tipo de activo inmobiliario, cuando el mercado cambia de valor, los posibles rendimientos cambian con él. Si volvemos a mirar el Gráfico 1, podemos ver las implicaciones que la burbuja inmobiliaria habría tenido en las empresas inmobiliarias a partir de 2007. Si, por ejemplo, una empresa inmobiliaria hubiera comprado apartamentos de segunda mano con la intención de revenderlos en el futuro, los rendimientos futuros de estos activos seguirían disminuyendo en los próximos años. Dado que estas empresas inmobiliarias necesitaban valorar sus propiedades al valor de mercado, el valor intrínseco de muchas empresas cayó drásticamente.

Para las compañías inmobiliarias, y cualquier fondo de inversión inmobiliaria, todo su negocio se basa en si el mercado inmobiliario es rentable o no. Aunque los activos inmobiliarios no son una inversión líquida, debido a las limitaciones de tiempo en la compra y venta de activos inmobiliarios, el mercado está en constante cambio, principalmente debido a factores económicos. Como se puede ver en el Gráfico 3, la variación anual del PIB real en Madrid se mueve a un ritmo muy similar al de los precios de la vivienda en €/m² (Madrid) y al del índice de confianza del consumidor (España).

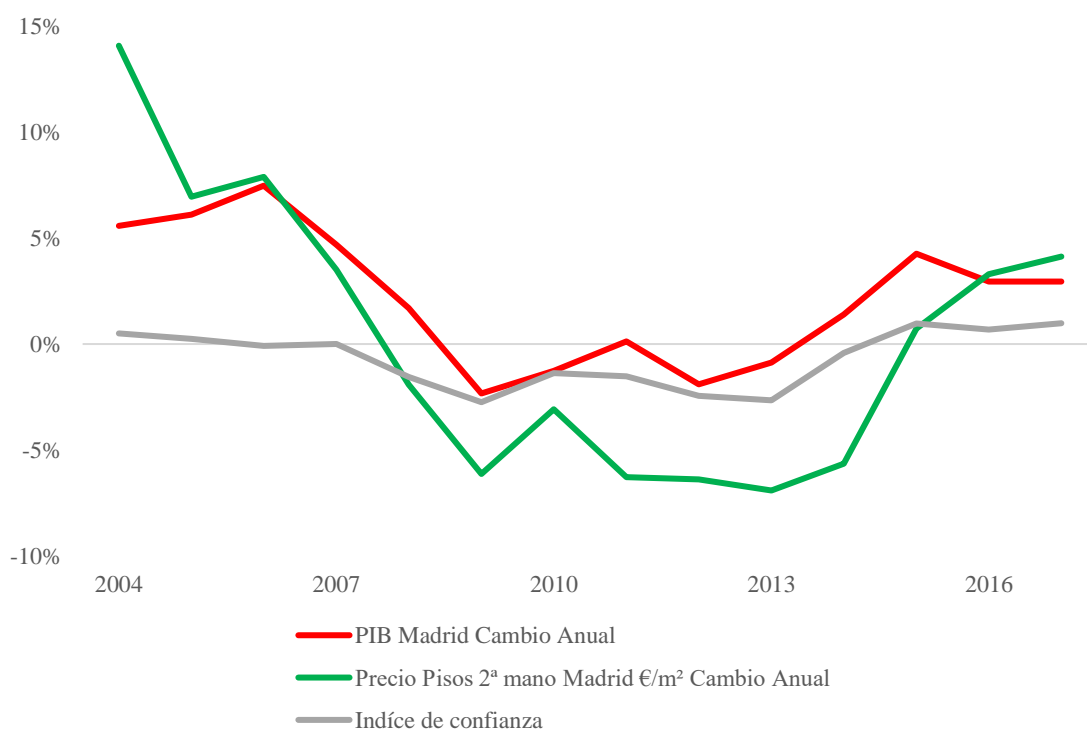


Gráfico 3: Comparación del cambio del PIB Madrid, Precios €/m² Madrid, y Índice de Confianza del Consumidor, 2004-2007, (INE, 2019), (Idealista, 2019) & (OECD (a), 2019)

De esta manera, podemos ver claramente que el valor percibido de los activos inmobiliarios se ve fuertemente afectado tanto por la confianza de los consumidores como por el PIB real. Esto significa que las empresas inmobiliarias deben seguir valorando sus activos al valor de mercado para asegurarse de que sus cuentas financieras representan realmente el valor de la empresa.

3.2.2 Métodos contables históricos

Como las empresas inmobiliarias dependen en gran medida del valor de mercado actual, la implementación de la contabilidad de costes históricos no tiene sentido lógico debido a la parte inherente que desempeña en la valoración de una empresa. Aun así, la contabilidad de costes históricos puede seguir siendo útil en la valoración de los activos inmobiliarios. Un ejemplo es cuando el activo inmobiliario no está destinado a la reventa, sino más bien como activo material que se mantiene para su uso en la producción o suministro de bienes o servicios, para su alquiler a terceros o con fines administrativos, y se espera que se utilice durante más de un período, como oficinas o fábricas.

Por ejemplo, en la NIF 102, sección 17 inmovilizado material (Property, Plant and Equipment), se nos dan lineamientos sobre la clasificación de estos activos, y también

sobre cómo valorar dichos activos. La sección 17.9 establece que, "Una entidad valorará un elemento de inmovilizado material en el momento de su reconocimiento inicial por su coste". (Financial Reporting Council, 2015). Esto implica el coste total como precio de compra, incluyendo todos los gastos asociados con la compra, cualquier coste de transporte y cualquier coste de préstamo capitalizado. Sin embargo, después del reconocimiento inicial, las entidades pueden elegir cómo medir el valor de todos los bienes en la sección 17.15.

La primera opción es la de un modelo basado en costes, que es simplemente el coste de la propiedad, como se definió previamente, menos cualquier depreciación acumulada, (Financial Reporting Council, 2015). Este método es muy simple, y permite una naturaleza predecible de las valoraciones en el futuro. Esto tiene varias ventajas, como la estabilidad, la toma de decisiones a largo plazo y el hecho de que el valor en el balance se puede identificar fácilmente, a través de facturas, pagos o contratos.

Por ejemplo, si una empresa compra oficinas en Madrid en 2004, y el coste total es de 500.000€, utilizando este método, lo primero que tendría que hacer la empresa sería calcular la vida útil del activo. En este caso, si la vida útil del activo fijo fuera de 20 años, calcularían la amortización en consecuencia. De acuerdo con la NIF 102, existen tres métodos de depreciación: el método de línea recta, el método de saldo decreciente y un método basado en el uso, como el método de las unidades de producción (Financial Reporting Council, 2015). Una empresa debe seleccionar el método que "refleje el patrón en el que espera consumir los beneficios económicos futuros del activo". (Financial Reporting Council, 2015). Para este ejemplo se utilizará un método de amortización lineal a lo largo de 20 años, por lo que cada año se deducirán 25.000€ del valor contable del activo fijo cada año, al tiempo que se marcarán como gastos en la cuenta de resultados.

La segunda opción es la de un modelo de revalorización, en el que el valor del activo sería un valor razonable fiable menos cualquier depreciación acumulada posterior. Es importante señalar que las revalorizaciones deben realizarse regularmente, tal y como se ha indicado anteriormente en el cálculo del valor razonable. El valor en libros que se utilice este método no debe diferir en gran medida del valor razonable al final del período de información. Si el activo se compró por un valor de mercado de 3.500€/m² en 2004, se les exigiría que revalorizaran continuamente el activo asegurándose de que no difiere

mucho del valor contable. Esta técnica de valoración dará una visión positiva de la empresa en la medida en que la economía y los precios de mercado mejoren, ya que el aumento de la revalorización se reconoce como otro resultado global y aumenta el saldo del inmovilizado material y, por tanto, el valor de la empresa en forma de patrimonio neto. Sin embargo, si el valor de mercado comienza a disminuir en un período de recesión económica, estos beneficios imaginarios se reducen, lo que a su vez afecta a la valoración de la empresa. Si el valor razonable del activo cae por debajo del valor de compra, se producen pérdidas imaginarias que deben reconocerse en el resultado del ejercicio, (Financial Reporting Council, 2015). Esto puede convertirse en un enfoque muy problemático, debido a su volatilidad e imprevisibilidad. Esto también podría causar problemas innecesarios para una empresa, especialmente cuando la intención del activo fijo era únicamente para la producción y no para la reventa.

Con activos como la propiedad, que se mantienen para su uso en la producción o el suministro de bienes y servicios, o con fines administrativos, el método del coste histórico tiene mucho más sentido desde el punto de vista financiero. La revalorización de una propiedad a su valor razonable requiere tiempo, esfuerzo y recursos, y si no hay intención de vender el activo, entonces hay pocas razones para implementar el método del valor razonable en este escenario.

3.2.3 Recomendaciones a la empresa

Para el caso de la mencionada empresa inmobiliaria, existen diferentes formas de tratamiento de sus activos tangibles, sin dejar de cumplir con las leyes de las normas contables aplicadas.

Usando los estándares de NIIF, la compañía debe tener cuidado con los diferentes casos en los que debe valorar los activos. Dado que el mercado inmobiliario es un mercado activo, las existencias de activos inmobiliarios deben valorarse a su valor razonable menos los costes de venta. Esta es una medida más relevante del rendimiento de la entidad, ya que ésta opera en un mercado activo en el que la venta puede realizarse a precios publicados, (Financial Reporting Council, 2015). Esto significa que, mientras la empresa sea propietaria de los activos, éstos deben valorarse a su valor de mercado, y cualquier ganancia o pérdida por revalorización realizada debe registrarse en la cuenta de resultados como otro resultado global, ya sea como una pérdida o un beneficio.

Sin embargo, muy a menudo en el sector inmobiliario, la empresa no es propietaria del 100% del activo, sino que comparte la propiedad del activo con un inversor como parte de un vehículo de propósito especial (Special Purpose Vehicle - SPV). Si se crea un vehículo financiero para una inversión, puede haber muchos beneficios tales como: protección legal al estructurar el SPV apropiadamente, el patrocinador puede limitar la responsabilidad legal en caso de que el proyecto subyacente falle, o el aislamiento del riesgo financiero, (PwC, 2011). Sin embargo, también hay varias implicaciones en cuanto a la presentación de informes que las empresas deben conocer. La principal preocupación es si los activos del SPV deben o no consolidarse y aparecer en el balance o fuera de él. Los requisitos de NIIF exigen que los activos de un SPV se consoliden si el vehículo está "controlado" por la entidad principal. En este caso, los activos de las SPV y la financiación asociada se muestran como activos y pasivos, respectivamente, (BDO, 2016). De acuerdo con la SIC 12 (Entidades de propósito especial de consolidación), existen cuatro criterios para indicar si una empresa tiene o no control (PwC, 2011);

1. Está llevando a cabo actividades en su nombre y se beneficia de ello.
2. Controla efectivamente el SPV
3. Tiene la mayoría de los riesgos del SPV
4. Recibe la mayoría de los beneficios del SPV

En el caso de participar en un SPV, la empresa inmobiliaria tendría que evaluar si tiene o no el control de los activos y, a continuación, consolidar completamente el valor razonable de los activos o no.

En el caso de sus propias oficinas, considerando que no tienen intención de vender la propiedad en el futuro, pueden considerar si aplican o no los principios de la CVR al activo. Sus inventarios, y otros activos involucrados en las SPVs, se valoran a su valor razonable en los estados financieros. Sin embargo, como podemos ver en el Gráfico 1, el mercado inmobiliario es bastante volátil y ha experimentado grandes cambios en los precios desde el año 2000. De esta manera, para limitar la volatilidad asociada al mercado inmobiliario y, por lo tanto, al valor de la empresa, ésta debe buscar marcar el valor de sus oficinas, o el de cualquier otro local no utilizado con fines lucrativos, con el método de contabilidad de costes históricos.

4. Análisis del mercado

Para mirar hacia el futuro de los mercados inmobiliarios en Irlanda y España, es importante entender el estado actual y pasado del mercado. El actual ciclo económico positivo parece estar alcanzando su punto máximo a medida que las tasas de crecimiento comienzan a estabilizarse, y la búsqueda de unos ingresos estables y seguros este año es fundamental en todo el sector inmobiliario europeo, (PwC & Urban Land Institute, 2019). En el informe de este año de *Emerging Trends in Real Estate, Europe*, se nos ofrece una serie de ideas en todo el continente, con un mensaje claramente transmitido, en el sentido de que existe una clara ventaja de última hora en las preocupaciones familiares en torno a los valores históricamente altos y la escasez de activos adecuados. Se están considerando alternativas, ya que los activos básicos tradicionales se encuentran a niveles de precios récord en muchas ciudades europeas. Cada vez son más las personas que consideran alternativas como el alojamiento estudiantil y los hoteles, con un 66% en 2019, muy por encima del 28% en 2015, (PwC & Urban Land Institute, 2019).

Aunque la mayoría está de acuerdo en que estamos llegando al final del ciclo, esto no significa que será tan severo como el final del ciclo anterior. Sin embargo, lo que está afectando a la inversión inmobiliaria en toda Europa es el riesgo geopolítico, con el aumento de la política de derechas en toda Europa y, por supuesto, la incertidumbre en el Reino Unido y Brexit. Aunque la mayoría de las economías y los grandes bancos están mejor preparados para las crisis de mercado similares a la crisis financiera de 2008, el tipo de riesgo que se está experimentando en la actualidad es distinto en muchos aspectos.

Por supuesto, estos riesgos repercuten enormemente en las tendencias de toda Europa, que ahora se centra firmemente en la creación de ingresos seguros. Según un entrevistado del informe, el mayor reto al que se enfrentan los gestores de fondos es el de acomodar el fin de la relajación cuantitativa, los tipos de interés negativos y la alta liquidez, ya que todos ellos han incrementado el valor de los activos en los últimos años, (PwC & Urban Land Institute, 2019).

Un área clave del informe es Mercados a seguir, que destaca tanto Dublín como Madrid como algunas de las ciudades más atractivas de toda Europa. La mayor parte del desarrollo se está produciendo en las ciudades, ya que la urbanización sigue creciendo y acelerándose. Sin embargo, no son las ciudades tradicionales (Londres, París y

Ámsterdam) de las que se habla como más atractivas, sino el segundo nivel el que está resultando ser muy atractivo. Entre estas ciudades se encuentran Madrid (4ª) y Dublín (3ª), y aunque Lisboa ocupa el primer lugar, se considera que las tres se encuentran en fases similares del ciclo económico y, por lo tanto, ofrecen otra oportunidad de beneficio para los inversores de toda Europa y del mundo, (PwC & Urban Land Institute, 2019).

Dublín, en particular, sigue siendo muy popular, ya que su mano de obra altamente educada de habla inglesa atrae a clientes internacionales, y también ofrece una alternativa más barata a Berlín y París, ya que algunas empresas multinacionales buscan mudarse de Londres con Brexit en ciernes. Los inversores también están muy interesados en partes del sur de Europa, como Madrid, debido a la gran probabilidad de crecimiento de los alquileres.

4.1 Mercado Inmobiliario Irlandés

Según el resumen de las previsiones económicas de la OCDE, se prevé que el crecimiento económico de Irlanda siga siendo sólido, pero que disminuya gradualmente hasta el 3,9% en 2019 y el 3,3% en 2020. Restándole a las actividades volátiles de las empresas multinacionales, el crecimiento subyacente de la demanda interna seguirá siendo sólido, respaldado por una fuerte inversión en la construcción. Dado que el desempleo ha alcanzado niveles históricamente bajos, la OCDE recomienda garantizar la estabilidad en el futuro. Los inversores extranjeros representan más de la mitad de la inversión inmobiliaria comercial en Irlanda, lo que hace que el mercado inmobiliario irlandés sea vulnerable a los rápidos cambios de precios y abre nuevos canales para la transmisión de perturbaciones externas, (OECD (b), 2019).

El mercado inmobiliario irlandés es extremadamente escaso y, como podemos ver en el Gráfico 4, la oferta se está acelerando, pero no tanto como se requiere. Hubo un aumento del 25% en el número de viviendas terminadas en Irlanda entre 2017 y 2018. Se están construyendo muy pocos apartamentos, sólo el 12,9% de las cifras totales según O'Sullivan & McGuckin, a pesar de que esto se ha visto como una posible solución a la escasez de oferta de viviendas. Sin embargo, se espera que la construcción de apartamentos aumente en los próximos años debido a los recientes cambios en las directrices de planificación de los estándares de los apartamentos, (O'Sullivan & McGuckin, 2019).

Unidades Residenciales Construidas

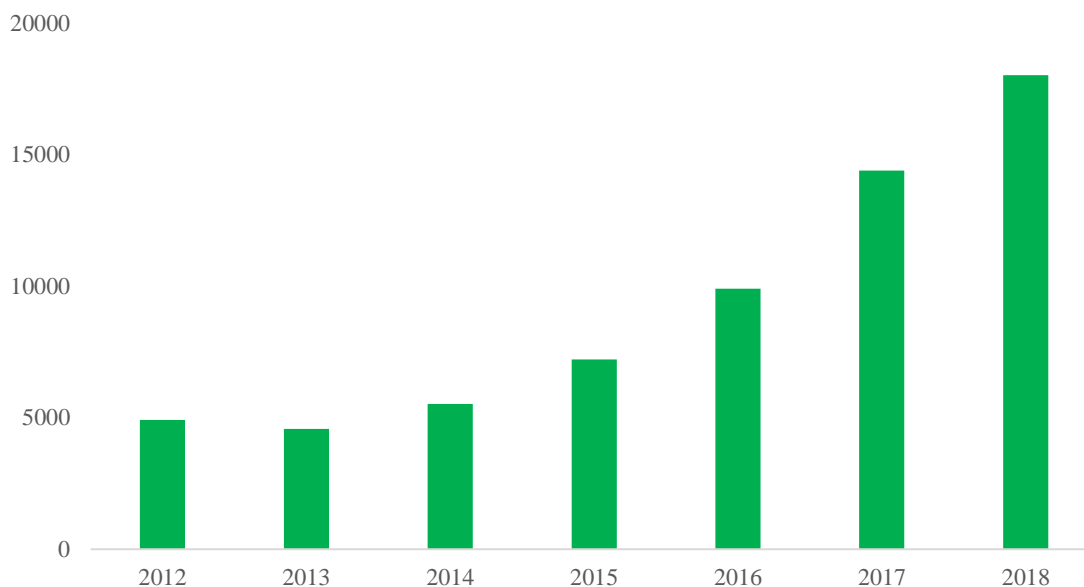


Gráfico 4: Unidades Residenciales Construidas en Irlanda 2012 – 2018 (Central Statistics Office (a), 2019)

Una consecuencia de la crisis económica de Irlanda fue la pérdida de puestos de trabajo a gran escala en el sector de la construcción. De su punto máximo a su mínimo, el número de personas empleadas en Irlanda disminuyó un 16,2%. Sin embargo, en el sector de la construcción, el número de empleados se redujo en un 67,9% entre 2007 y 2013. Antes de la crisis, la construcción representaba algo menos del 11% del empleo total, con 241.000 personas trabajando en el sector en el segundo trimestre de 2007. Esto contrasta marcadamente con el tamaño actual de la mano de obra de la construcción, con sólo 146.300 trabajadores de la construcción en Irlanda, lo que representa el 6,5% de todo el empleo, (O’Sullivan & McGuckin, 2019). Esto ayuda a arrojar luz sobre por qué la oferta de unidades residenciales es baja y, por lo tanto, hace subir los precios de la vivienda. Este es un gran reto para cualquier inversor que desee entrar en el mercado inmobiliario irlandés, ya que esto afectará en gran medida a los márgenes de beneficio en el futuro.

O’Sullivan & McGuckin, también destacan el impacto de las reglas prudenciales de la hipoteca, tales como los límites de préstamo a valor (Loan-to-value, LTV) y de préstamo a ingresos (Loan-to-income, LTI). La inflación del precio de la vivienda en el mercado de Dublín ha disminuido notablemente en comparación con el resto del país.

Junto con el aumento de la oferta de nuevas unidades residenciales en el mercado de Dublín, el efecto combinado ha sido un crecimiento moderado del precio de la vivienda.

En relación con el mercado, 2018 ha sido otro año muy fuerte en términos de rendimiento en el mercado inmobiliario comercial irlandés, y como consecuencia de la incertidumbre que rodea a Brexit, el mercado de oficinas en Dublín ha sido particularmente boyante. La actividad de los ocupantes en el sector minorista de la economía irlandesa fue considerablemente mejor que en el Reino Unido y en otros lugares de Europa durante los últimos 12 meses, apoyada por la continua creación de empleo, la fuerte actividad turística y el aumento de la renta disponible en la economía nacional, (CBRE, 2019). Además, el mercado siguió siendo muy atractivo para los inversores a largo plazo y los fondos de pensiones, deseosos de garantizar el acceso a fuentes de ingresos estables. Este es un objetivo común para muchos inversores de toda Europa, y Dublín está demostrando ser un lugar adecuado para ello.

Los rendimientos son a menudo una de las cifras más importantes que los inversores tienen en cuenta al entrar o invertir en un nuevo mercado. Los rendimientos de los bonos Prime en Irlanda terminaron el año 2018 en niveles que siguen siendo muy atractivos en comparación con otras jurisdicciones europeas, con una tendencia de los bonos Prime Office y multifamiliares de aproximadamente el 4%, (CBRE, 2019). Esta es una de las muchas razones por las que hubo un crecimiento sustancial en el volumen de la demanda de oportunidades de construcción a alquiler en 2018. Build-to-Rent se está convirtiendo en un sector de inversión dominante por derecho propio, con la capacidad de ayudar a aliviar algunas de las bien documentadas presiones en el mercado de la vivienda irlandés, aunque, como ya se ha mencionado, todavía se requieren muchas mejoras en este aspecto.

CBRE también declaró en su informe que el mercado irlandés parece haber aprendido algo de sus errores pasados, ya que los compradores utilizan menos apalancamiento y más inversión institucional en el mercado irlandés que en ciclos anteriores. Debido a esto, el mercado es menos susceptible a los movimientos de las tasas de interés que en cualquier otro momento en el pasado. Sin embargo, los inversores inmobiliarios estarán atentos a un aumento previsto de los tipos de interés en la zona euro en 2019, debido al fin de la relajación cuantitativa, ya que existe una relación intrínseca entre los tipos de los bonos y el rendimiento de los activos inmobiliarios, (CBRE, 2019). Aun así, es improbable que

los movimientos de los tipos de interés se materialicen como muy pronto en la última parte de este año, e incluso entonces se espera que sean marginales, lo que significa que los bienes inmuebles seguirán siendo muy atractivos en términos comparativos.

En un futuro próximo, los inversores se concentrarán en unos ingresos futuros estables, y dado que la economía irlandesa pretende continuar con su fuerte crecimiento, los inversores se verán continuamente atraídos hacia allí. En 2018 tuvo la tasa de crecimiento anual del PIB más alta de la OCDE, y aunque la cifra del 6,7% se desacelerará en los próximos años, las perspectivas a corto plazo siguen siendo muy superiores a la media de la UE. Con el crecimiento de la economía y el bajo nivel de desempleo, muchos inversores mirarán a Irlanda, y en particular a Dublín, como una opción de inversión segura. Es probable que el mercado de oficinas sea el más activo en 2019, con una buena visibilidad de varios activos que se espera que lleguen al mercado en el transcurso de los próximos 12 meses. Existe una buena amplitud de la demanda institucional y un fuerte volumen de inversores que buscan desplegar capital. La historia de los ocupantes en sectores como las oficinas, la industria, los hoteles y el Build-to-Rent sigue siendo convincente y los precios de los activos de inversión irlandeses siguen siendo atractivos en comparación con otros lugares de Europa, (CBRE, 2019). Un cambio radical para el mercado en los últimos 8 - 10 años, pero el mercado inmobiliario en Irlanda es ahora uno de los más atractivos de Europa.

4.2 Mercado Inmobiliario Español

Al igual que en Irlanda, la fuerte tasa de crecimiento económico de España continuará, pero a un ritmo más lento, permaneciendo por encima de la media de la UE, con un crecimiento previsto del 2,2% y el 1,9% en 2019 y 2020, respectivamente. Unas condiciones financieras favorables y un crecimiento sostenido del empleo respaldarán la demanda interna, que seguirá siendo el principal motor del crecimiento. Los principales riesgos a los que se enfrenta la economía española son principalmente si la tasa de crecimiento en Europa es inferior a la esperada, ya que la UE es su principal destino de exportación, lo que a su vez disminuiría sus exportaciones. Otros riesgos importantes son la incertidumbre política y la ralentización de la creación de empleo, (OECD (c), 2019).

Rafael Bou, socio inmobiliario de PwC, comentaba lo siguiente sobre el mercado español, (PwC & Urban Land Institute, 2019):

En España contamos con la ventaja de que nos ven como un país con perspectivas de crecimiento superiores a la media europea y que entramos más tarde en el ciclo expansivo inmobiliario. Probablemente, viviremos un año 2019 con gran intensidad transaccional y de consolidación de precios. La promoción inmobiliaria de todo tipo de usos tendrá un papel clave para fabricar producto que se adapte a las nuevas tendencias sociodemográficas y tecnológicas.

La tasa de crecimiento de los precios de la vivienda se intensificó en el primer trimestre de 2019, a pesar de la lentitud de las ventas en febrero y marzo. El pasado mes de marzo se vendieron 50.659 viviendas, según datos del Centro de Información Estadística del Notariado (CIEN). El primer trimestre del año terminó positivamente, y las transacciones residenciales mostraron un aumento del 3,5% con respecto al trimestre anterior de 2018, (Lores, 2019). La evolución positiva del mercado de trabajo, junto con el nuevo aumento de los salarios, siguió favoreciendo el crecimiento de los ingresos de los hogares. Aunque en el mes de abril los consumidores se mostraron menos optimistas respecto a la evolución de la economía en el próximo año, el grado de confianza sigue aumentando, manteniéndose en niveles relativamente altos. La emisión de hipotecas y créditos también aumentó en el primer trimestre de 2019, con un incremento trimestral del 3,2%, mientras que el crecimiento de las hipotecas a tipo fijo superó al de las hipotecas a tipo variable, (Lores, 2019)

Según CBRE, el crecimiento de la economía española impulsará la creciente demanda en el sector inmobiliario. Este crecimiento de la demanda obligará a aumentar los precios de alquiler y venta, especialmente en los mercados residencial y de oficinas. Dado que España comenzó a recuperarse de la crisis en 2013, este es el sexto año de crecimiento, y está entrando en la fase de madurez del ciclo inmobiliario, pero como ya se ha dicho, todavía ofrece un horizonte de crecimiento mucho mayor en comparación con el de sus homólogos europeos, (CBRE (b), 2019).

El año 2018 ha sido un año récord en el mercado de inversiones inmobiliarias, con unos volúmenes de inversión de más de 20.000 millones de euros, lo que supone un incremento del 56% respecto al año anterior. Se han observado tendencias de crecimiento tanto en el sector hotelero como en el del alquiler de viviendas, en el que la inversión en

estas áreas ha eclipsado a la de oficinas y comercios minoristas; sin embargo, la falta de oferta dificultará la actividad inversora en estas áreas. CBRE cree que los rendimientos se mantendrán predominantemente estables, y que los inversores internacionales continuarán viendo gran parte del mercado inmobiliario español como una buena oportunidad de inversión, (CBRE (b), 2019).

En el mercado de oficinas, que se ha mantenido como un sector atractivo en los últimos años, los ingresos por alquiler en Madrid crecen a un ritmo superior al de muchas otras ciudades europeas. La reciente tendencia de los espacios flexibles ha empezado a crecer rápidamente en Madrid y Barcelona, ocupando el 9% y el 12% del espacio total de oficinas respectivamente. Mientras que los precios de alquiler en Madrid se sitúan actualmente en torno a los 34€/m² al mes, se espera que esta cifra siga creciendo, alcanzando los 36€/m² previstos para finales de año, (CBRE (b), 2019).

Se espera que continúe el crecimiento de la inversión hotelera, ya que los destinos costeros siguen funcionando bien. En cuanto a los inmuebles residenciales, la demanda y los precios van a aumentar, y muchas de las transacciones se basan en viviendas de segunda mano, ya que las viviendas y la construcción de nueva construcción se mantienen en un nivel bajo. En general, el mercado inmobiliario español ofrece a los inversores internacionales oportunidades y tasas de rentabilidad viables, ya que es uno de los pocos mercados de Europa que todavía muestra fuertes niveles de crecimiento del PIB. Esto seguirá atrayendo a los inversores en un futuro próximo, aunque todavía existen algunos riesgos, como la estabilidad política y el fin de la relajación cuantitativa por parte del BCE, (CBRE (b), 2019).

En un futuro próximo se prevé que las economías de Irlanda y España continúen creciendo en el último tramo del ciclo económico, lo que afectará positivamente al sector inmobiliario. Esto provocará una revalorización positiva en ambos mercados utilizando el método CVR, por lo que las empresas verán incrementado el valor de sus negocios.

5. Valor Razonable y Burbujas de Inmobiliaria

En los últimos treinta años, el mercado de la vivienda ha sido una fuente de inestabilidad económica significativa, al menos en una ocasión, en una amplia gama de economías de la OCDE. Cuando las burbujas inmobiliarias han estallado, han causado daños sustanciales a las economías afectadas. (Conefrey & Fitz Gerald, 2010). En España e Irlanda, hemos visto que las burbujas inmobiliarias causan enormes trastornos en el sistema financiero nacional cuando estallan, de forma similar a lo que ocurrió en el mercado estadounidense en 2008. Cualquier perturbación de este tipo en el sector financiero magnifica en gran medida la perturbación macroeconómica causada por el colapso del sector de la vivienda, (Honohan & Klingebiel, 2003). Conefrey y Fitz Gerald, afirman que las tasas de interés sí afectan la inflación de los precios de la vivienda, aunque son sólo una parte de una serie de variables impulsoras. A más largo plazo, el crecimiento de los ingresos y el cambio demográfico son impulsores muy importantes de los cambios en los precios relativos.

Irlanda y España tienen estructuras económicas muy diferentes, diferentes perfiles de toma de decisiones políticas y diferentes relaciones entre los sistemas políticos y bancarios. Ambos países se vieron expuestos al mismo conjunto de cambios en su entorno de política internacional a finales de los años noventa y principios de los años 2000, en forma de un régimen de tipos de interés bajos asociado a la creación de la Unión Monetaria Europea (UEM). Sin embargo, estos dos países tuvieron la experiencia más extrema de burbujas inmobiliarias durante la década de 2000, y ambos sufrieron un colapso económico similar relacionado con la construcción que arruinó sus respectivos sistemas bancarios después de 2008, (Dellepiane, Hardiman, & Las Heras, 2013). En esta sección me propongo analizar por qué tanto los mercados inmobiliarios de España como los de Irlanda se vieron particularmente afectados por el auge y el desplome de dichos mercados entre 2000 y 2012, y cuestionar si la CVR fue o no el principal problema.

5.1 El auge

La crisis financiera y bancaria internacional de 2008 afectó a personas de todo el mundo, mientras que afectó a algunos países europeos más que a otros. Tanto en España como en Irlanda se había desarrollado una burbuja inmobiliaria, respaldada por la rápida expansión del sector bancario durante los años previos a la crisis. Irlanda y España compartieron una experiencia común de apertura extrema al capital internacional móvil

durante la década de 2000, lo que hizo posible la rápida escalada de la inflación de los precios de los activos. Por lo tanto, eran muy vulnerables a los peligros de la crisis de liquidez asociada a la crisis bancaria internacional y estaban muy expuestos a los riesgos fiscales de un estancamiento repentino de la actividad económica, (Dellepiane, Hardiman, & Las Heras, 2013).

Según (Rae & van den Noord, 2006), "un auge se define... como un aumento del nivel de inversión residencial real per cápita de al menos un 15% en un período de cinco años". Sin embargo, en el período previo a la crisis financiera de 2008, tanto Irlanda como España experimentaron un rápido crecimiento económico, mientras que los ingresos reales estaban aumentando, por lo que lo que sería una medida más precisa sería el grado de asequibilidad de la vivienda, es decir, la relación entre los precios de la vivienda y los ingresos.

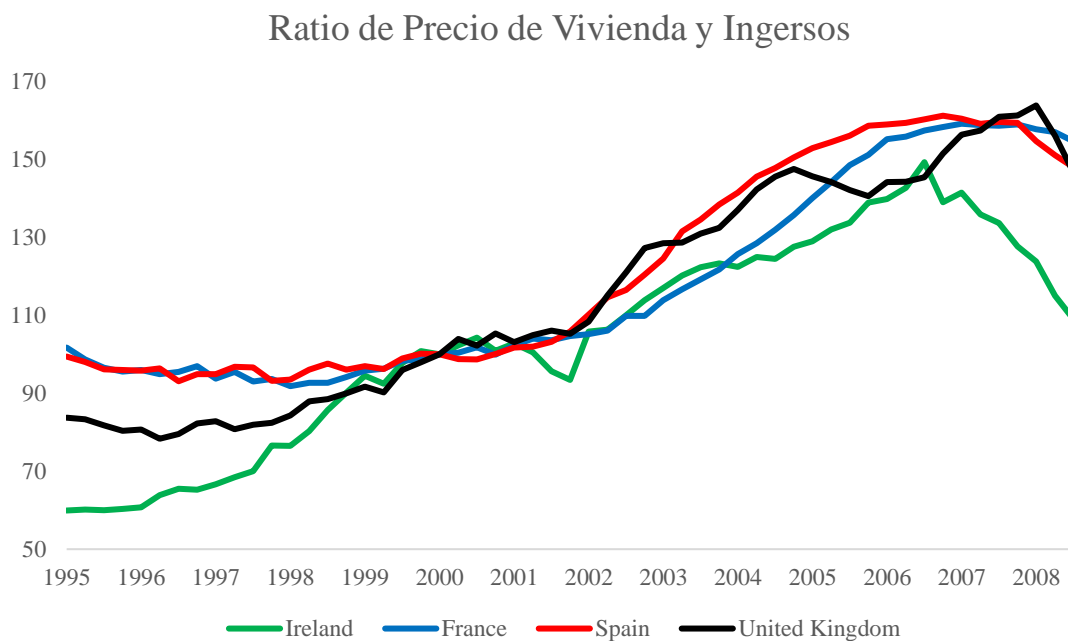


Gráfico 5: Ratio del precio de viviendas e Ingresos, 1995-2008, (OECD, 2009)

En el Gráfico 5, vemos una fuerte tendencia al alza en los precios de la vivienda irlandesa en relación con los beneficios que comenzó en 1995, y aunque hubo una breve caída debido a la explosión de la burbuja de las puntocom en 2001, esta tendencia continuó hasta 2006. España, por su parte, mostró tendencias similares a las de la burbuja a partir de 2001.

El Gráfico 6 nos ayuda a comprender mejor la gravedad de la variación de los precios de la vivienda observada en Irlanda y el tiempo que ha durado la recuperación.

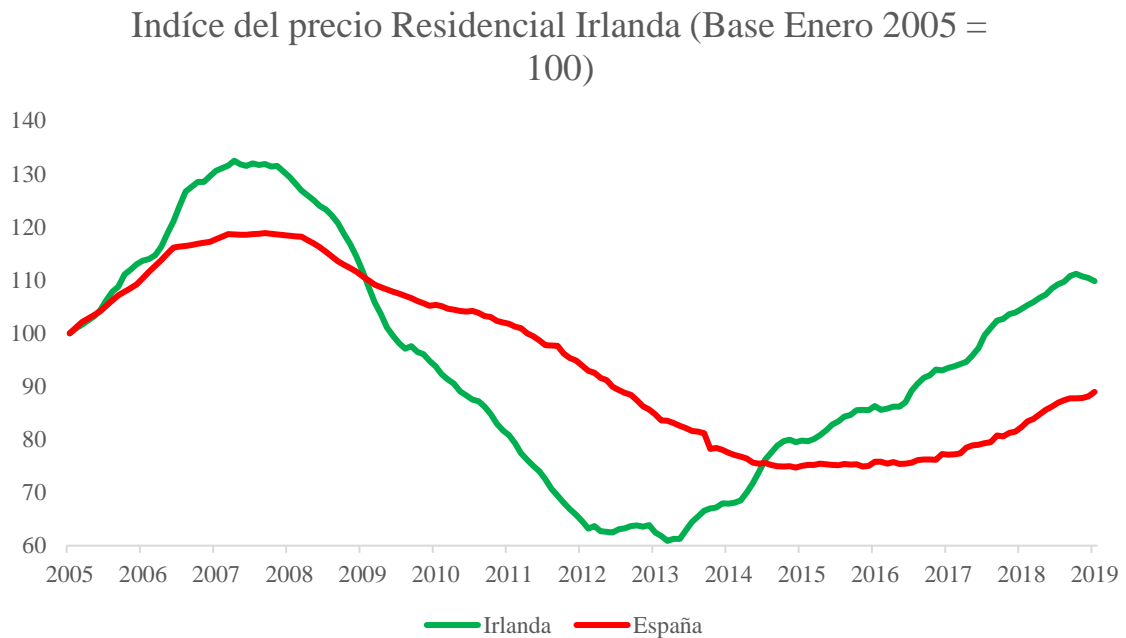


Gráfico 6: Índice de Precio de vivienda con base de enero 2005, 2005-2019, (Central Statistics Office, 2019), (Idealista, 2019)

La experiencia de una burbuja inmobiliaria dejó a Irlanda y a España en una situación de vulnerabilidad muy similar. Sus economías se habían vuelto demasiado dependientes del papel de las finanzas en la generación de crecimiento. El empleo en el sector de la construcción, tanto comercial como residencial, ha aumentado rápidamente. La relación entre los precios de la vivienda y los ingresos ha aumentado de manera que incluso en ese momento se consideraba insostenible. En ambos países, la experiencia de la creciente integración europea cambió los incentivos nacionales: ambos países convergieron en tipos de interés bajos, tal como exige el Tratado de Maastricht, y ambos pudieron beneficiarse de tipos de interés históricamente bajos en el contexto nacional una vez que se creó el euro. (Dellepiane, Hardiman, & Las Heras, 2013). No obstante, Irlanda y España tienen muchas diferencias, ya que Irlanda se clasifica normalmente como una economía de mercado liberal, mientras que la de España se asemeja al modelo de economía de mercado mixta liderado por el Estado de otras economías del sur de Europa. Esto quizás nos ayude a entender mejor el Gráfico 6, ya que la economía de Irlanda está más influenciada por el mercado.

Irlanda y España compartieron una experiencia de dificultad para absorber eficazmente nuevas fuentes de financiación en los sectores productivos de actividad. En ambos casos, la disponibilidad de crédito barato se tradujo más rápidamente en inversiones de alto rendimiento en forma de propiedad que en servicios de manufactura o de comercio. La disponibilidad de nuevos factores de producción (ya sea en forma de capital humano o capital financiero) da lugar a una expansión de la actividad económica, pero no se traduce fácilmente en una mejora de la productividad. Es más probable que dé lugar a un crecimiento "extensivo" que a un crecimiento "intensivo" en las economías menos desarrolladas, (Eichengreen, 2006). En términos sencillos, tanto España como Irlanda buscaron ganancias de inversión destinando fondos a la construcción, en lugar de a la fabricación o al desarrollo de software de alta tecnología u otras actividades de servicios comerciales.

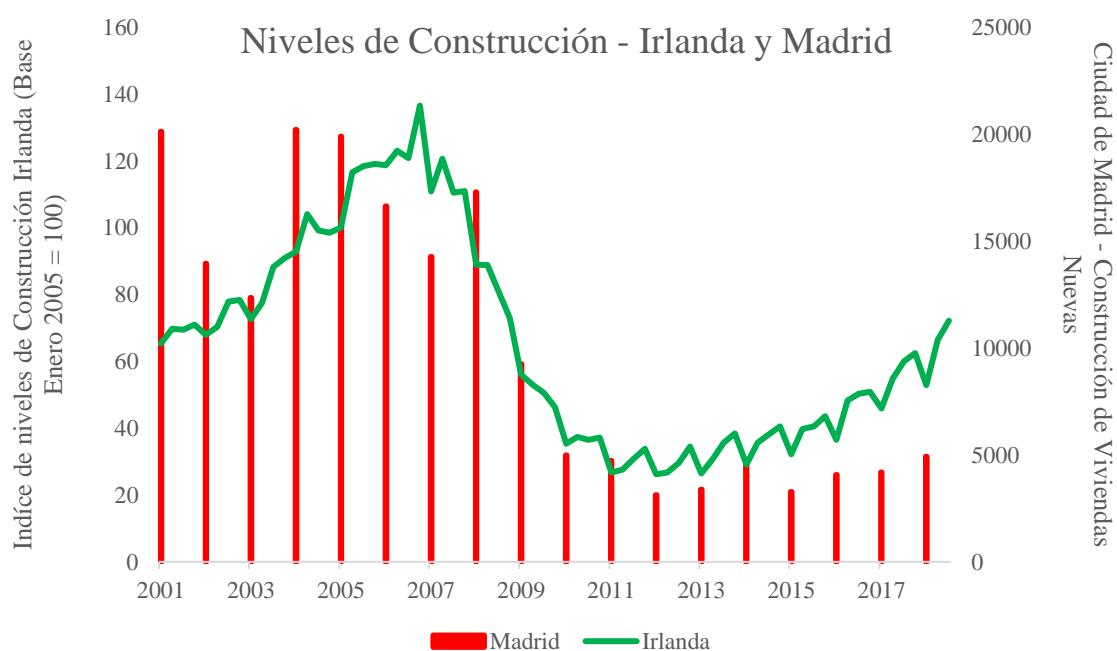


Gráfico 7: Niveles de Construcción en Irlanda y Madrid, 2001-2018, (Central Statistics Office, 2019), (Ayuntamiento de Madrid, 2019)

En el Gráfico 7 se puede observar claramente que el volumen de construcción de viviendas nuevas se redujo severamente desde 2007, y que jugó un papel importante en la caída de ambas economías. Esta enorme caída no sólo causó un gran efecto en los precios de la vivienda, sino también en la economía en general. Según (Central Statistics Office (a), 2019), En Irlanda, el salario semanal medio en el sector de la construcción

pasó de 539,74 euros en 2000 a 821,50 euros en 2008. Estos trabajadores se beneficiaron en gran medida del auge de la vivienda en Irlanda, ya que el nivel de vida mejoró como nunca antes. Sin embargo, con la crisis del sector inmobiliario en Irlanda, se produjo una pérdida de una gran cantidad de estos puestos de trabajo en la construcción. Muchos de estos trabajadores eran jóvenes y recientemente compraron sus propias casas, pensando que su tasa de ingresos continuaría aumentando junto con el precio de las casas. Este es el problema con la expectativa de que los precios seguirían subiendo, que fue el mayor fracaso de la economía irlandesa.

Si nos fijamos aún más en el nivel de construcción, y lo comparamos con el Coeficiente de la Bolsa de Valores Irlandesa (ISEQ), empezamos a comprender cuán dependiente es el sector inmobiliario y de la construcción de los niveles generales del mercado. En el Gráfico 8 a continuación, esto nos ayuda a entenderlo aún mejor. La correlación entre ambos es de 0,68, lo que nos lleva a preguntarnos por qué muy pocos predijeron el estallido de esta burbuja.

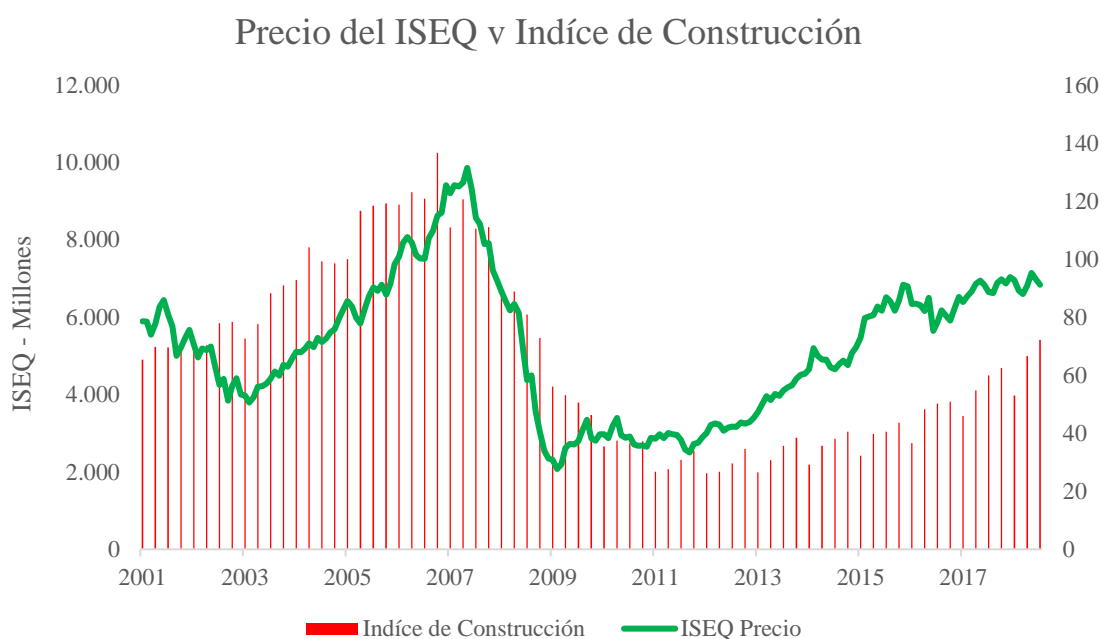


Gráfico 8: Precio del ISEQ y Índice de Construcción en Irlanda, 2001-2018, (Central Statistics Office (b), 2019), (Yahoo Finance (b), 2019)

Aun considerando esta altísima correlación, muchos macroeconomistas se mostraron completamente sorprendidos por la crisis financiera de 2007-2009, (Geanakoplos, y otros, 2012). Los economistas de todo el mundo se concentraron en los desequilibrios

mundiales, las tasas de interés y la política monetaria. Sin embargo, ahora se reconoce universalmente que las burbujas inmobiliarias y de la vivienda desempeñaron un papel importante en la crisis financiera más reciente y en muchas otras. En la actualidad, ningún seguimiento del riesgo sistémico puede pretender ser satisfactorio si no incluye un modelo del mercado de la vivienda.

Aun así, ninguna discusión sobre la crisis financiera está completa sin mencionar los préstamos. España e Irlanda han llegado a depender excesivamente del papel de las finanzas en la generación de crecimiento. Por supuesto, esta financiación está motivada por los bajos tipos de interés, los bajos niveles de regulación y la presión de la creciente integración europea, (Dellepiane, Hardiman, & Las Heras, 2013).

Las relaciones y condiciones internacionales facilitaron el auge de la construcción durante la década de 2000. Los preparativos para la Unión Monetaria Europea significaron que, en España e Irlanda, al igual que en el resto de los países candidatos a la adhesión a la zona euro, los tipos de interés nacionales se redujeron a niveles históricamente bajos. El Banco Central Europeo mantuvo bajas las tasas de interés para facilitar el crecimiento de las economías más grandes. Pero la consecuencia imprevista de esta postura política fue que los países periféricos de la zona euro experimentaron un crecimiento muy rápido: los efectos de mejora de la confianza de los bajos tipos de interés fomentaron flujos de entrada de capital muy importantes. Esto impulsó al alza la demanda interna y las tasas de inflación interna, lo que dio lugar a unos tipos de interés reales a corto plazo negativos de facto durante varios años. Esto, a su vez, intensificó en gran medida el aumento de los préstamos internacionales a estos países y, por lo tanto, de los préstamos de los sistemas bancarios nacionales, la mayor parte de los cuales se destinaron a la construcción, (Dellepiane, Hardiman, & Las Heras, 2013).

5.2 El fracaso

El colapso financiero de 2008 cambió el panorama de Irlanda y España en los próximos años. Ambos países estaban repletos de "fincas fantasmas" medio terminadas y desocupadas, y muchos hogares se quedaron con la carga de los pagos de las hipotecas que, con un colapso del valor de las propiedades de más del 50%, era poco probable que pudieran pagar. En ambos países, el sistema financiero se arruinó y los contribuyentes se vieron obligados a asumir la carga de recapitalizar los bancos. De hecho, la magnitud

masiva del rescate bancario emprendido en Irlanda inclinó la capacidad del país para hacer frente a un déficit fiscal que ya había aumentado hasta el borde del abismo, e Irlanda se vio obligada a entrar en un programa de préstamos del Banco Central Europeo y del Fondo Monetario Internacional (BCE/FMI) en 2010, (Dellepiane, Hardiman, & Las Heras, 2013). Este préstamo se devolverá en los próximos años, y durante la mayor parte de mi vida, cambiando así drásticamente la economía irlandesa durante muchas décadas futuras. Mientras tanto, España se encontraba en el centro de la crisis de la deuda soberana de la Eurozona en 2010 y 2011. El principal problema pendiente en ambos casos es el volumen de la deuda privada, en particular la deuda hipotecaria sobre bienes inmuebles residenciales.

La confianza de los consumidores cayó drásticamente, cientos de miles de personas perdieron sus empleos y la economía cambió en los años venideros. Los precios de la vivienda siguen luchando por alcanzar las cotas anteriores a la crisis, mientras que los niveles de construcción siguen siendo muy diferentes, y eso es probablemente lo mejor.

Según Conefrey y Fitz Gerald (Irlanda) y Domínguez (España), había muchas similitudes en los principales problemas de los respectivos auge y bustos de la vivienda. La primera es la imposibilidad de utilizar la política monetaria para frenar la formación de una burbuja inmobiliaria, debido a la UEM. Esto significó que las tasas de interés se mantuvieron bajas y, por lo tanto, alentaron la acumulación de grandes cantidades de deuda. En segundo lugar, las políticas económicas de ambos gobiernos se basaban en el corto plazo, sin considerar que la economía podía entrar en un ciclo de quiebra y, por lo tanto, no estaban bien preparadas para la enorme catástrofe que se produjo. En tercer lugar, los altos niveles de competencia bancaria dieron lugar a la emisión de cantidades excesivas de deuda a las familias y a los clientes con una solvencia dudosa, (Conefrey & Fitz Gerald, 2010), (Domínguez, 2009). Domínguez también destacó que la crisis financiera en España no fue causada por la crisis de las hipotecas subprime en EE.UU., sino por la tasa de crecimiento descontrolada del mercado inmobiliario español: a ello se sumó el enorme exceso de oferta en el mercado, en el que se estima que en diciembre de 2008 se pusieron a la venta 1.000.000 de nuevas viviendas.

Por supuesto que hay muchos factores involucrados en la crisis financiera, sin embargo, es necesario entender también las implicaciones contables, y cómo afectaron a la peor crisis financiera en décadas.

5.3 ¿Fue el valor razonable el problema?

Sin duda, los bancos han desempeñado un papel importante en la crisis financiera, y desde 2005 se exige a los bancos más grandes de Europa que utilicen los principios del valor razonable. Sin embargo, de acuerdo con (Laux & Leuz, 2009), hay pocas razones para creer que la contabilidad por el valor justo contribuyó a los problemas de los bancos en la crisis financiera.

Los valores razonables juegan un papel limitado en los estados de resultados de los bancos y en los coeficientes de capital regulatorio, excepto en el caso de unos pocos bancos con grandes posiciones de negociación. Para estos bancos, los inversores se habrían preocupado por la exposición a las hipotecas de alto riesgo y habrían tomado sus propias decisiones, incluso en ausencia de información sobre el valor razonable. Por otra parte, las normas existentes contenían diversas salvaguardias y ofrecían a los bancos un amplio margen de discrecionalidad, lo que les permitía evitar el ajuste a precios de mercado distorsionados. Los bancos utilizaron esta flexibilidad durante la crisis, (Laux & Leuz, 2009). Tampoco hay pruebas de que los precios se hayan distorsionado debido a la venta de activos o de que los bancos se hayan visto obligados a realizar excesivas reducciones de valor durante la crisis.

Los argumentos a favor de la flexibilización de las normas contables vigentes sobre el valor razonable son igualmente débiles. La contabilidad por el valor razonable pierde muchas de sus propiedades deseables cuando los precios de los mercados activos ya no están disponibles y, por lo tanto, es necesario utilizar modelos internos. Por lo tanto, es ciertamente posible que las normas de contabilidad por el valor razonable y los detalles de su aplicación puedan mejorarse aún más. Muchos bancos no estaban cumpliendo con reportar el verdadero valor justo de sus activos, y en su lugar estaban manipulando sus modelos internos, y sobrevalorándolos.

La relajación de las normas o la flexibilización de la gestión para evitar posibles problemas de contabilidad por el valor razonable en tiempos de crisis también abre la puerta a la manipulación y puede disminuir la fiabilidad de la información contable en

momentos críticos. Según (Laux & Leuz, 2009), los inversores creían que los bancos utilizaban la discrecionalidad contable para sobrestimar sustancialmente el valor de sus activos. La consiguiente falta de transparencia sobre la solvencia de los bancos podría ser un problema mayor en las crisis que los posibles efectos de contagio derivados de una aplicación más estricta de la contabilidad por el valor justo.

Incluso si los principios contables del valor razonable contribuyeran a la espiral descendente y al contagio, estos efectos negativos en tiempos de crisis deben sopesarse frente a los efectos positivos de la contabilidad del valor razonable y el reconocimiento oportuno de las pérdidas. Cuando los bancos se ven obligados a reducir el valor de los activos a medida que se producen las pérdidas, tienen incentivos para tomar medidas correctivas rápidas y limitar los préstamos imprudentes en primer lugar, lo que en última instancia reduce la gravedad de una crisis, (Laux & Leuz, 2009).

Una lección central de la crisis de los ahorros y préstamos en Estados Unidos es que cuando los reguladores se abstienen de exigir a las instituciones financieras que enfrenten sus pérdidas, éstas pueden aumentar rápidamente, (Allen & Carletti, 2008). Por la misma razón, es problemático que las normas contables se flexibilicen o suspendan cuando se produzca una crisis financiera, ya que los bancos pueden anticiparse razonablemente a tales cambios, lo que disminuye sus incentivos para evitar riesgos ex ante. En ese momento, (Laux & Leuz, 2009) En cambio, recomendó que los reguladores bancarios pudieran ajustar los requisitos de capital reglamentario, en lugar de cambiar las normas de contabilidad.

Un experimento realizado por la Cowles Foundation for Research in Economics, Yale, en el área metropolitana de Washington DC, puso a prueba lo que podría haber sucedido con los precios de la vivienda si las tasas de interés o el apalancamiento se hubieran mantenido constantes durante el auge y la caída de la vivienda de 1997-2009. El experimento fue una simulación que comenzó en 1997 y, junto con algunas suposiciones, llegó a conclusiones muy interesantes. El estudio destaca que si el apalancamiento se fija en la simulación, el boom se atenúa drásticamente y el busto desaparece, (Geanakoplos, y otros, 2012).

Se basa en la idea de que cuando las personas compran una casa nueva, tienen una proporción deseada de préstamo a valor (Loan to-value, LTV) que ellos tomaron como

una distribución dependiendo de sus ingresos y riqueza. Después de expresar sus deseos, los propietarios solicitan préstamos, los cuales obtienen si satisfacen los requisitos de LTV y de deuda/renta que prevalecen. Si sus préstamos son rechazados, ellos solicitan de nuevo alterando sus opciones hasta que sean aprobados o determinen que no pueden obtener un préstamo. Una vez que un comprador tiene una pre aprobación de préstamo, va al mercado y hace una oferta por la casa de más alto valor que cree que puede pagar, dados sus gastos anuales deseados y la LTV para la cual ha sido aprobado.

Esto nos ayuda a entender mejor las implicaciones del Gráfico 5, que compara el precio de las viviendas con los ingresos anuales, tanto para Irlanda como para España. Muchos residentes habían decidido solicitar hipotecas cada vez más grandes y, por lo tanto, aumentar los niveles de apalancamiento. El problema era que los bancos estaban aceptando estas hipotecas y, según Domínguez, la intensa competencia entre los bancos alimentaba aún más esta situación.

A medida que los bancos asumían estas arriesgadas hipotecas, ellos a su vez se ponían en peligro. No tenían suficientes niveles de liquidez para soportar los choques de corto plazo del mercado sin requerir la ayuda de los bancos centrales en forma de deuda. Como se dijo anteriormente, la regulación de los bancos era poco estricta y les permitía manipular el valor de los activos y seguir disminuyendo sus niveles de liquidez mediante la emisión de préstamos de riesgo.

El acuerdo de Basilea III se acordó como reacción a la crisis financiera de 2008 y ha tratado de introducir cambios significativos en la regulación financiera. Uno de los grandes cambios en la regulación es la implementación de la Tasa de Cobertura de Liquidez (Liquidity Coverage Ratio, LCR). Según el Banco de Pagos Internacionales (BPI), el objetivo del LCR es promover la resistencia a corto plazo del perfil de riesgo de liquidez de los bancos. Para ello, se aseguran de que los bancos dispongan de un stock adecuado de activos líquidos de alta calidad (High-Quality Liquid Assets, HQLA) que puedan convertirse fácil e inmediatamente en efectivo en los mercados privados, a fin de satisfacer sus necesidades de liquidez en un escenario de tensiones de liquidez a 30 días naturales. El LCR mejorará la capacidad del sector bancario para absorber las perturbaciones derivadas de las tensiones financieras y económicas, cualquiera que sea su origen, reduciendo así el riesgo de que se extienda del sector financiero a la economía

real, (Bank for International Settlements, 2013). El requisito es el siguiente, (Goldman Sachs, 2017).

$$LCR = \frac{\text{Activos líquidos de alta calidad}}{\text{Total flujos de efectivo de la entidad (30 días)}} \geq 100\%$$

Esto requiere que los bancos se aseguren de que disponen de suficientes activos líquidos para cubrir las perturbaciones sustanciales de la economía durante un período de treinta días, y en Europa, tras varios retrasos en su aplicación, este requisito entró finalmente en vigor a partir de enero de 2018. En junio de 2018, el LCR de los bancos de la UE se situaba en una media del 146%, muy por encima del umbral exigido, (European Banking Authority, 2019).

Este cambio en la regulación impedirá que los bancos presten deuda a corto plazo, pero, por otro lado, garantizará que los bancos estén mucho mejor equipados para hacer frente a las crisis en el futuro. En 2009, Laux y Leuz dijeron que la CVR no era el problema, y gracias a este cambio en las reglas, casi 10 años después de su estudio, el cambio regulatorio finalmente se ha implementado.

6. Conclusiones

El análisis realizado a lo largo de este trabajo nos ha permitido destacar la importancia de las técnicas de valor razonable en el sector inmobiliario, y a partir de ello hemos podido extraer tres conclusiones cruciales del estudio.

1. Uso del valor razonable en empresas inmobiliarias

Para medir con precisión el valor de una empresa inmobiliaria y sus activos, es necesario llevar una contabilidad mediante el método de valor razonable. Dado que el valor de los activos inmobiliarios tanto en Irlanda como en España cambia con tanta frecuencia, los métodos de contabilidad de costes históricos son demasiado rígidos y, por lo tanto, debería utilizarse una herramienta de valoración basada en el mercado, como la contabilidad por el valor razonable. En las empresas inmobiliarias, los activos se compran y venden constantemente en el mercado. Por lo tanto, para medir con precisión el valor de la empresa, deben realizarse revalorizaciones periódicas.

2. Perspectivas del mercado en un futuro próximo

Tanto los mercados inmobiliarios de Irlanda como los españoles siguen creciendo a un ritmo superior al del resto de Europa. Ambas economías se acercan al final de un ciclo económico positivo, ya que el crecimiento sigue ralentizándose. Dado que los mercados inmobiliarios irlandés y español están fuertemente ligados a la bolsa y a la economía, podría haber cierta presión real sobre la industria en los próximos años. Aunque ambos países están mucho mejor preparados para una recesión económica ahora que hace 11 años, las empresas deben ser muy cautelosas a la hora de valorar sus negocios.

3. La contabilidad por el valor razonable no es culpable de la crisis financiera

La conclusión final y más relevante del estudio es que, en nuestra opinión, la contabilidad del valor razonable no fue la culpable de la crisis financiera de 2008, ni del auge y la caída del sector inmobiliario. Lo que creemos es que la causa real de la crisis financiera fue la escasa regulación de los bancos. A los bancos se les permitió operar con niveles extremadamente bajos de liquidez, mientras que prestaban dinero a muchos propietarios de viviendas con niveles de solvencia cuestionables. La introducción del coeficiente de cobertura de liquidez gracias a Basilea III ha obligado finalmente a los bancos a mantener suficientes activos líquidos de alta calidad para poder soportar perturbaciones a corto plazo en la economía. Esto afectará en gran medida a los bancos,

ya que ahora sólo podrán ofrecer préstamos a las personas con capacidad de reembolso en el futuro. Este cambio en la regulación ha ayudado a preparar a los bancos de toda Europa para futuras perturbaciones a corto plazo de la economía.

6.1 Reflexiones finales

En general, no existe un modelo contable de valoración que pueda medir de manera eficiente y precisa el valor de los activos inmobiliarios que no sea el modelo del valor razonable. La contabilidad de costes históricos es demasiado rígida para valorar los activos inmobiliarios y, por lo tanto, no es adecuada. Como se ha presentado anteriormente, existen varios problemas asociados con la contabilidad del valor razonable, pero una vez que se regula adecuadamente, puede ser una herramienta muy útil en la valoración de los activos.

Por supuesto, aún queda mucho por hacer en lo que respecta a la regulación de los bancos y a la correcta aplicación de la contabilidad por el valor razonable. Acuerdos como el de Basilea III han comenzado a prepararnos para futuras crisis financieras, pero se pueden hacer mejoras, especialmente en la concesión de préstamos a clientes con dudosa solvencia.

6.2 Limitaciones de la investigación

En la preparación de este trabajo, se han enfrentado muchos problemas. Algunas de las investigaciones utilizadas para sacar estas conclusiones se han basado en estudios realizados en los EE.UU. y, por esa razón, sería necesario llevar a cabo estudios similares en Irlanda y España para probar la teoría. El mercado inmobiliario en EE.UU. puede ser muy diferente al mercado irlandés y español. Además, también hubo diferencias en la economía estadounidense durante ese período en comparación con la de Irlanda y España.

En segundo lugar, el sector inmobiliario está en constante evolución, con tendencias que cambian cada año. Esto hace que cualquier estudio del mercado inmobiliario sea extremadamente extenso, ya que estas tendencias se ven afectadas por factores económicos, políticos y financieros. En consecuencia, este estudio se ve limitado por su concentración en el área específica de los métodos de valoración y regulación, ya que no fue posible analizar todos los sectores necesarios dado el alcance del proyecto.

6.3 Posibles investigaciones posteriores

Habida cuenta de los debates en curso entre la contabilidad por el valor razonable y la contabilidad por el coste histórico, sería interesante estudiar la posible aplicación de un nuevo modelo de valoración en el futuro. Se ha discutido mucho sobre la rigidez de la contabilidad de costes históricos y la naturaleza volátil de la contabilidad de valor razonable. Quizás se podría discutir un nuevo modelo que actuaría como un híbrido de los dos métodos, disminuyendo el riesgo y aumentando la transparencia al mismo tiempo.

Otra posible línea de investigación sería estudiar los efectos que un tope de apalancamiento sobre los compradores de viviendas habría tenido sobre la crisis financiera en Irlanda y España. Aunque se trataría de una investigación muy costosa y extensa, también sería una fuente fiable para determinar si el apalancamiento es o no un efecto causal de la crisis financiera.

Bibliografía

- Allen, F., & Carletti, E. (2008). Mark-to-Market Accounting and Liquidity Pricing. *Journal of Accounting and Economics*.
- André, P., Dick, W., Jeny, A., Richard, C., & Walton, P. (2009). Fair Value Accounting and the Banking Crisis in 2008: Shooting the Messenger. *Accounting in Europe*, 6(1), 3-24. doi:10.1080/17449480902896346
- Ayuntamiento de Madrid. (2019). *Construcción de la Vivienda*. Obtenido de Madrid Banco de datos: <http://www-2.munimadrid.es/CSE6/control/mostrarDatos>
- Bank for International Settlements. (2013). *Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools*.
- BDO. (2016). *SIC-12 Consolidation – Special Purpose Entities*. IFRS at a glance.
- Biondi, Y. (2011). The Pure Logic of Accounting: A Critique of the Fair Value Revolution. *Accounting, Economics, and Law*, 1(1).
- Boyer, R. (2007). Assessing the Impact of Fair Value upon Financial Crises. *Socio Economic Review*.
- CBRE (b). (2019). *Real Estate Market Outlook 2019 - Spain*. CBRE Research.
- CBRE. (2019). *Real Estate Market Outlook 2019 - Ireland*. CBRE Research.
- Central Statistics Office (a). (2019). *Indices of Total Production in Building and Construction*. Obtenido de Central Statistics Office: <https://www.cso.ie/px/pxeirestat/Statire/SelectVarVal/saveselections.asp>
- Central Statistics Office (b). (Abril de 2019). *Residential Property Price Index*. Obtenido de <https://www.cso.ie/px/pxeirestat/Statire/SelectVarVal/saveselections.asp>
- Conefrey, T., & Fitz Gerald, J. (2010). Managing Housing Bubbles in Regional Economies under EMU: Ireland & Spain. *National Institute Economic Review*.
- Dellepiane, S., Hardiman, N., & Las Heras, J. (2013). Building on easy money: The political economy of housing bubbles in Ireland and Spain. *The political economy of the European periphery*.

- Domínguez, G. B. (2009). *Creación y Destrucción de la Burbuja Inmobiliaria en España*. La primera crisis global: procesos, consecuencias, medidas.
- Eichengreen, B. (2006). *The European Economy Since 1945: Coordinated Capitalism and Beyond*. Princeton University Press.
- European Banking Authority. (20 de Marzo de 2019). *EBA Press release*. Obtenido de EBA publishes updated impact of the final Basel III reforms on EU banks capital and updates on the compliance with liquidity measures in the EU: <https://eba.europa.eu/-/eba-publishes-updated-impact-of-the-final-basel-iii-reforms-on-eu-banks-capital-and-updates-on-the-compliance-with-liquidity-measures-in-the-eu>
- Financial Reporting Council. (2015). FRS 102 The Financial Reporting Standard applicable in the UK and Republic of Ireland. *FRS 102*. London.
- Geanakoplos, J., Axtell, R., Farmer, D., Howitt, P., Conlee, B., Goldstein, J., . . . Yang, C.-Y. (2012). *Getting at Systemic Risk via an Agent-Based Model of the Housing Market*. New Haven, Connecticut: Cowles Foundation for Research in Economics Yale University.
- Goldman Sachs. (2017). *Liquidity Coverage Ratio Disclosure*.
- Greenberg, M. D., Helland, E., Clancy, N., & Dertouzos, J. N. (2013). *Fair Value Accounting, Historical Cost Accounting, and Systemic Risk*. RAND Corporation.
- Hazelwoods. (2013). *New UK GAAP - FRS 102 - Impact & Key Differences*. Cheltnam, UK.
- Honohan, P., & Klingebiel, D. (2003). The fiscal cost implications of an accommodating approach to banking crises. *Journal of Banking and Finance*.
- Hughes, J., & Tett, G. (13 de March de 2008). *An unforgiving eye: Bankers cry foul over fair value accounting rules*. Obtenido de Financial Times: <https://www.ft.com/content/19915bfc-f137-11dc-a91a-0000779fd2ac>

- Idealista. (January de 2019). *Índice idealista 50*. Obtenido de evolución del precio de la vivienda de 2ª mano en España: <https://www.idealista.com/news/estadisticas/indicevivienda#Madrid>
- IFRS. (2013). IFRS 13 Fair Value Measurement. *Illustrative examples to accompany IFRS 13 Fair Value Measurement*. London.
- INE. (Abril de 2019). *Instituto Nacional de Estadística*. Obtenido de https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736167628&menu=resultados&idp=1254735576581
- Laux, C., & Leuz, C. (2009). *Did Fair-value Accounting Contribute to the Financial Crisis?* Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Lores, F. (2019). *BBVA Observatorio Inmobiliario: España*. BBVA.
- O'Sullivan, P., & McGuckin, R. (2019). *The Irish Housing Market - 'Progress, But Challenges Remain'*. Dublin: AIB Real Estate Finance.
- OECD (a). (Abril de 2019). *OECD Data*. Obtenido de OECD Consumer confidence index (CCI): <https://data.oecd.org/leadind/consumer-confidence-index-cci.htm>
- OECD (b). (2019). *Economic Forecast Summary: Ireland*. OECD Economic Outlook.
- OECD (c). (2019). *Economic Forecast Summary: Spain*. OECD Economic Outlook.
- OECD. (2009). *Economic Surveys: Ireland 2009*.
- PwC & Urban Land Institute. (2019). *Emerging Trends in Real Estate - Creating an Impact - Europe 2019*.
- PwC. (2011). *Creating an understanding of Special Purpose Vehicles*. PwC Financial Regulation.
- PwC. (Abril de 2013). *New UK GAAP or IFRS? Your Questions Answered*. London: PwC Blobs. Obtenido de PwC: <https://pwc.blogs.com/files/new-uk-gaap-or-ifrs.pdf>
- Rae, D., & van den Noord, P. (2006). Ireland's Housing Boom, What has driven it and have prices overshot? *OECD Economics Department Working Papers*.

Yahoo Finance (a). (31 de Enero de 2019). *IBEX 35 Stock Historical Data and Prices*.
Obtenido de Yahoo Finance: <https://finance.yahoo.com/quote/%5EIBEX/history/>

Yahoo Finance (b). (1 de Enero de 2019). *ISEQ Historical Data*. Obtenido de Yahoo
Finance:
<https://finance.yahoo.com/quote/%5EISEQ/history?period1=978303600&period2=1556316000&interval=1mo&filter=history&frequency=1mo>