



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

IMPACTO DE LA OPERACIÓN MADRID NUEVO NORTE EN EL MERCADO INMOBILIARIO

**Especial foco en la constructora Grupo
San José como agente principal
involucrado en el Proyecto**

Autora: María Puente Rueda
Directora: Gloria Martín Antón

MADRID | Abril 2020

ÍNDICE

1.INTRODUCCIÓN, OBJETIVOS Y METODOLOGÍA	4
1.1 Introducción.....	4
1.2 Objetivos.....	4
1.3 Metodología.....	5
2. INTRODUCCIÓN AL MERCADO INMOBILIARIO	6
2.1 Estallido de la burbuja inmobiliaria y crisis financiera	6
2.2 Causas que provocaron la formación y estallido de la burbuja inmobiliaria.....	6
2.3 Situación actual	12
2.4 Explicación del proceso inmobiliario.....	26
2.5. Principales magnitudes del mercado inmobiliario a analizar	28
3. MADRID NUEVO NORTE.....	29
3.1 Introducción al Proyecto.....	29
3.2 Fases del proyecto	32
4. IMPACTO EN GRUPO EMPRESARIAL SAN JOSE	38
4.1 Introducción y análisis histórico de la compañía.....	38
4.2 Análisis de los 3 Estados Financieros	40
4.3 Evolución bursátil e impacto en el mercado inmobiliario español	43
4.4 Valoración por múltiplos y Descuento de Flujos de Caja	45
5. IMPACTO DE LA OPERACIÓN MADRID NUEVO NORTE	52
5.1 Impacto del sector servicios/oficinas en el producto interior bruto/VAB.....	52
5.2 Impacto en las infraestructuras de transporte y movilidad.....	54
5.3 Impacto del proyecto en los precios del suelo de vivienda del Distrito Castellana Norte.....	55
6. CONCLUSIÓN	58
6.1 Grupo San José como oportunidad de inversión.....	59
6.2 Mi propuesta en relación con Madrid Nuevo Norte-Parque como parque público de alquiler.....	60
7. BIBLIOGRAFÍA.....	63

RESUMEN

A lo largo de décadas todos hemos escuchado hablar de la Operación Chamartín o Madrid Nuevo Norte. Durante este tiempo hemos vivido también una crisis financiera que no ha dejado indiferente al mercado inmobiliario y actualmente nos enfrentamos a una pandemia mundial que también sacudirá nuestra economía. El objetivo de este trabajo es analizar el encaje actual de este proyecto en la ciudad de Madrid, analizando críticamente un proyecto ideado hace casi treinta años que parece que finalmente va a llevarse a cabo. También llevaré a cabo una valoración objetiva de los presupuestos de este y del impacto que va a tener no sólo en los precios de la vivienda y el alquiler y en la reactivación de determinadas zonas, sino en un agente con un papel muy específico en Madrid Nuevo Norte; la constructora Grupo San José. Se alcanzarán dos conclusiones fundamentales; la oportunidad de inversión que supone Madrid Nuevo Norte y la oportunidad social de construir un parque de vivienda pública de alquiler.

ABSTRACT

Over the decades we have all heard of Operation Chamartín or Madrid Nuevo Norte. Throughout this period of time we have also lived through a financial crisis that has not left the Real Estate market indifferent and we are currently facing a global pandemic that will also shake our economy. The aim of this paper is to analyze the current fit of this project in the city of Madrid, critically analyzing a project conceived almost thirty years ago that seems to be finally going to be carried out. I will also carry out an objective evaluation of the project's budget and the impact it will have not only on housing and rental prices and on the reactivation of certain areas, but also on an agent with a very specific role in Madrid Nuevo Norte; the construction company Grupo San José. Two fundamental conclusions will be reached; the investment opportunity that Madrid Nuevo Norte represents and the social opportunity to build a public rental housing park.

PALABRAS CLAVE: Sector Inmobiliario, Madrid Nuevo Norte, Sector de la Construcción, Infraestructuras, Parque público de alquiler.

KEY WORDS: Real Estate, Madrid Nuevo Norte, Construction, Infrastructures, Public rental housing park.

1.INTRODUCCIÓN, OBJETIVOS Y METODOLOGÍA

1.1 Introducción

Después de más de veinte años de trámites se ha conseguido la aprobación del proyecto Madrid Nuevo Norte, que, tras su puesta en marcha tendrá una gran repercusión en numerosos sentidos dentro del mercado inmobiliario español, especialmente en el madrileño. Con la construcción de alrededor de 10.500 viviendas, creación de espacios de oficinas y numerosas zonas verdes, es un proyecto que se vuelca en la regeneración urbana de la capital.

Este trabajo de fin de grado tiene como objeto el estudio de este gran proyecto, así como la evaluación y análisis de su impacto en dos aspectos esenciales; en la empresa constructora Grupo san José, y de forma más general en la provincia de Madrid.

1.2 Objetivos

A fin de llevar a cabo un análisis lo suficientemente exhaustivo, me propongo los siguientes objetivos:

En primer lugar, la comprensión de las magnitudes que conforman el mercado inmobiliario, tales como la oferta y demanda del suelo, los precios, o los componentes históricos de los mismos.

A continuación, el análisis en profundidad de la Operación Madrid Nuevo Norte, para lo cual examinaré las diferentes etapas y sucesivas modificaciones que han ido perfilando el proyecto que finalmente va a llevarse a cabo.

El tercer punto consistirá en un estudio de la empresa Grupo San José, que ostenta un 10% de participación en el proyecto. Los restantes porcentajes pertenecen al banco BBVA (75,64%) y a Merlin Properties (14,46%). A pesar de ser una participación menos llamativa que la de sus socios es interesante analizar el impacto en esta empresa porque el tamaño de la misma en comparación con el proyecto hace que la repercusión en sus libros sea muy notable.

Por último, haré una valoración del impacto del proyecto en Madrid, poniendo el foco de la misma en los precios de la vivienda y aspectos sociológicos como la generación de empleo y atracción de empresas a una posible nueva ciudad financiera, cerrando con una conclusión y una breve valoración final.

1.3 Metodología

El trabajo tendrá dos investigaciones muy diferenciadas; por un lado, una parte enormemente descriptiva y elaborada a través de un método inductivo; la referida al mercado inmobiliario en rasgos generales y a la explicación de la magnitud del proyecto Madrid Nuevo Norte, y por otra una parte más cuantitativa con una base numérica; la relativa al impacto de esta operación en la constructora Grupo San José, la continuidad de su evolución alcista en cuanto a su capitalización bursátil y al mercado inmobiliario de la capital madrileña.

La conclusión cerrará el trabajo con dos propuestas personales en relación al Proyecto y la situación actual; una primera propuesta de inversión en la compañía Grupo San José y una segunda de corte más general relativa a la creación de un parque de vivienda pública de alquiler.

2. INTRODUCCIÓN AL MERCADO INMOBILIARIO

2.1 Estallido de la burbuja inmobiliaria y crisis financiera

Una burbuja económica se produce cuando el precio de mercado de un conjunto mayoritario de activos supera el valor intrínseco de los mismos. Este valor intrínseco o fundamental es el que resulta de descontar todos los flujos de caja que producirán dichos activos trayéndolos al presente (Gadi Barlevy, 2007). En España, la burbuja especulativa más notable fue la burbuja inmobiliaria del periodo comprendido entre los años 1997 y 2007, cuyos efectos siguen siendo de gran relevancia para nuestra economía. Los agentes adquirían las viviendas a precios desorbitados con la esperanza de revenderlos a precios superiores, de forma que estos se iban inflando cada vez más. Cuando las burbujas especulativas estallan, se produce un reajuste entre el precio de los activos y el valor fundamental de los mismos.

Es fundamental entender que el sector de la construcción es una representación extrema de la economía en España, (García Montalvo, 2014) de forma que al desplomarse los tanto los precios de la vivienda como el ritmo de construcción de vivienda nueva, el conjunto de nuestra economía también se resintió. Analizaré de forma individualizada las causas que motivaron la formación de esta burbuja, así como su evolución hasta llegar a la situación actual porque, teniendo en cuenta que las burbujas inmobiliarias son cíclicas (RR Acuña y Asociados, 2018), conocer en qué fase del ciclo nos encontramos será de gran utilidad para analizar la absorción de una operación del calibre de Madrid Nuevo Norte.

2.2 Causas que provocaron la formación y estallido de la burbuja inmobiliaria

Lo primero a considerar es el contexto internacional en el que estaba sumergido en España durante la época de formación de la burbuja. España entra en la Unión Europea en 1986, y en 1992 se firma el Tratado de Maastricht, donde se diseña el establecimiento de una moneda única y de una política exterior común para todos los países de la UE en aras de dar un paso más hacia la mayor integración de los países comunitarios. Para ello la

Comisión diseña una serie de criterios de convergencia, entre los cuales estaban el mantener un tipo de interés a largo plazo que no excediera en más de un 2% el tipo de los tres Estados Miembros con mejor comportamiento en estabilidad de precios, y una tasa de inflación que no excediera en más del 1,5% la tasa de los tres Estados miembros con mejor comportamiento. Tal y como sostiene Malo de Molina (2001), España siempre se había caracterizado por sus elevados tipos de interés y alta tasa de inflación, y el aumento del precio de la vivienda estuvo muy ligada a la bajada artificial de los mismos, en primer lugar para cumplir con lo establecido en Maastricht y posteriormente por la incorporación de España al euro.¹ Así, considerando los tipos medios de interés nominal en los créditos concedidos para la adquisición de viviendas, podemos ver que en 1996 se situaban en torno a un 9%, bajando al 6% en 1997 y situándose siempre por debajo del 5% entre 1998 y 2007.

La segunda causa de peso está estrechamente ligada con la facilidad de acceso al crédito junto con el proyecto de expansión de las Cajas de Ahorro en España. En el período de formación de la burbuja, existía una alta competencia en el sector financiero en nuestro país, donde Bancos y Cajas de Ahorro trataban de abarcar la mayor cuota de mercado. Una de las principales formas de expansión de su negocio era a través de la concesión de créditos hipotecarios², que acabaron siendo accesibles a deudores con elevadas posibilidades de impago. Esto, unido a las ventajosas condiciones crediticias (esencialmente tipos de interés bajos) hizo que gran parte de la población española se endeudara por encima de su capacidad adquisitiva³. Las entidades financieras tenían a su vez mayor capacidad de financiación, debido al desarrollo de mercados internacionales de titulización y otros productos complejos (como los CDOs “Collateralized Debt Obligations”/Obligaciones de Deuda Garantizada y las hipotecas subprime). Los bancos y Cajas de Ahorro se encontraron con un abanico de posibilidades para poder expandir sus balances, que en muchas ocasiones carecían de un control suficientemente exhaustivo

¹ Por cada punto porcentual que aumenta el tipo de interés, disminuye en medio punto porcentual del precio de la vivienda (García Montalvo, 1999).

² Las Cajas de Ahorro concertaban con promotores de la zona geográfica donde querían llegar la financiación de sus proyectos inmobiliarios, concediendo a su vez a los clientes interesados en dichas viviendas un crédito para acceder a ellas (Carballo Cruz, 2011). Obtenían clientes en dos escalones distintos del proceso inmobiliario, lo que en la práctica se tradujo en una exposición excesiva a este sector que no sólo contribuyó a la formación de la burbuja inmobiliaria por la generación de un sobre stock especulativo, sino también al fin de la gran mayoría de las Cajas de Ahorro.

³ De 1997 a 2007, las hipotecas en términos de porcentaje del PIB se incrementaron en un 74,5% (de 28,4% a 102,9%) (Carballo Cruz, 2001, página 314)

por las autoridades administrativas. De esta forma, cuando estalla la burbuja inmobiliaria salpica especialmente al sector bancario, lo que se traduce en la quiebra de múltiples Cajas de Ahorro y en numerosos rescates estatales a estas entidades (Casais Padilla, 2011).

La siguiente causa está estrechamente relacionada con la ruptura del equilibrio en el mercado inmobiliario. El mercado es el conjunto de compradores y vendedores (o demandantes y oferentes) de un bien determinado dispuestos a negociar un intercambio y este se guiará esencialmente por la ley de la oferta y la demanda. La ley de la oferta indica que cuando el resto de las variables se mantienen constantes (*ceteris paribus*), al aumentar el precio de un bien aumentará la cantidad ofrecida. Por otro lado, la ley de la demanda expresa que la cantidad demandada de un bien disminuirá cuando el precio de dicho bien aumenta, *ceteris paribus* (Sevilla, 2016). El punto donde se cruzan oferta y demanda es el punto de equilibrio, que variará en función de los movimientos de ambas. Existen esencialmente dos tipos de demanda dentro del sector inmobiliario;

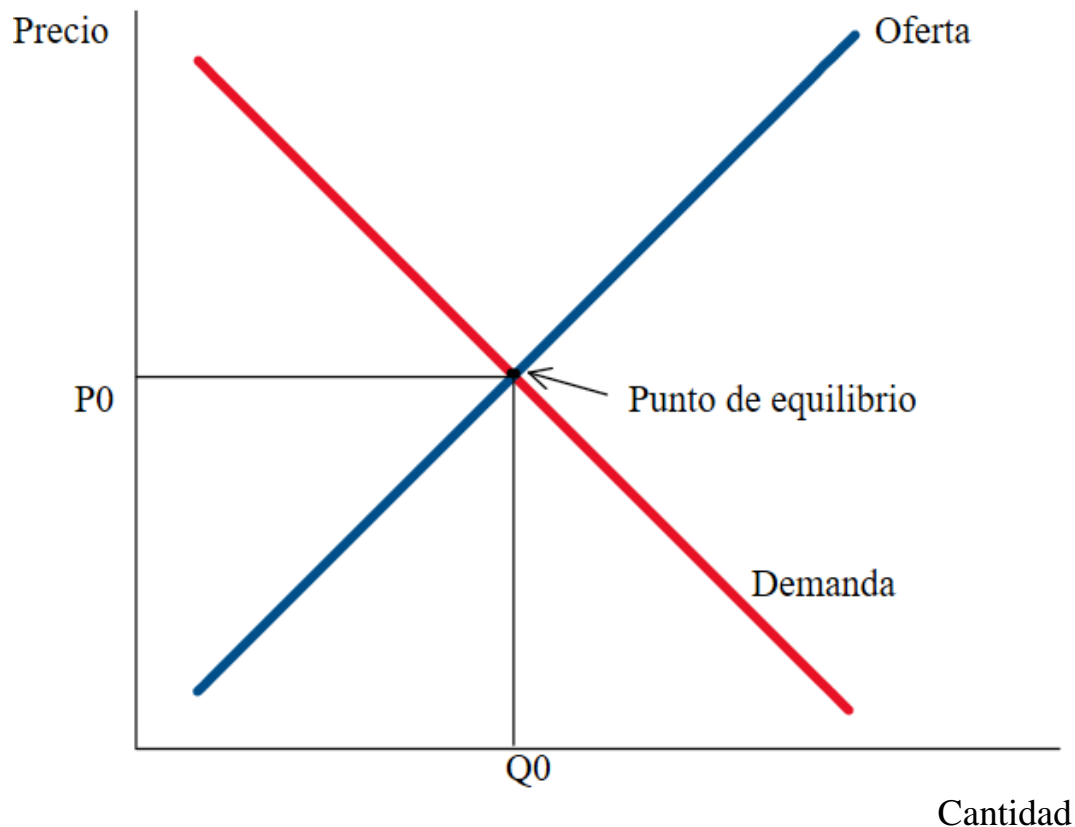
- La demanda por motivo de uso (subdividida en demanda de primera y segunda vivienda) que fue la gran protagonista a finales de la década de los noventa debido a la disminución de la tasa de desempleo y a la facilidad de acceso al crédito, además del aumento exponencial de la población inmigrante⁴, y la emancipación de la generación del baby boom, por lo que a las razones de compra especulativas también se le añade necesidad real de compra de primera vivienda.
- La demanda por motivo de inversión; cobra importancia a partir de 2002 debido a la confianza en el mercado inmobiliario y las expectativas de alto retorno, junto con la seguridad que se desprendía de este mercado en un momento de fuga de capitales de la Bolsa (estallido de la burbuja de las puntocom, atentado de las Torres Gemelas, y fraudes dentro de grandes corporaciones), por lo que su compraventa obedece en gran parte a motivos de inversión.

La oferta se correspondía con la creciente demanda, ya que como comentaba en párrafos anteriores, se habían apoyado proyectos inmobiliarios desde diversas entidades financieras, de forma que España se convirtió en el país europeo con el nivel más elevado

⁴ Según datos del INE, la población inmigrante en España pasa de ser un 2,26% de la población total en España en 1995 a un 11% en 2008.

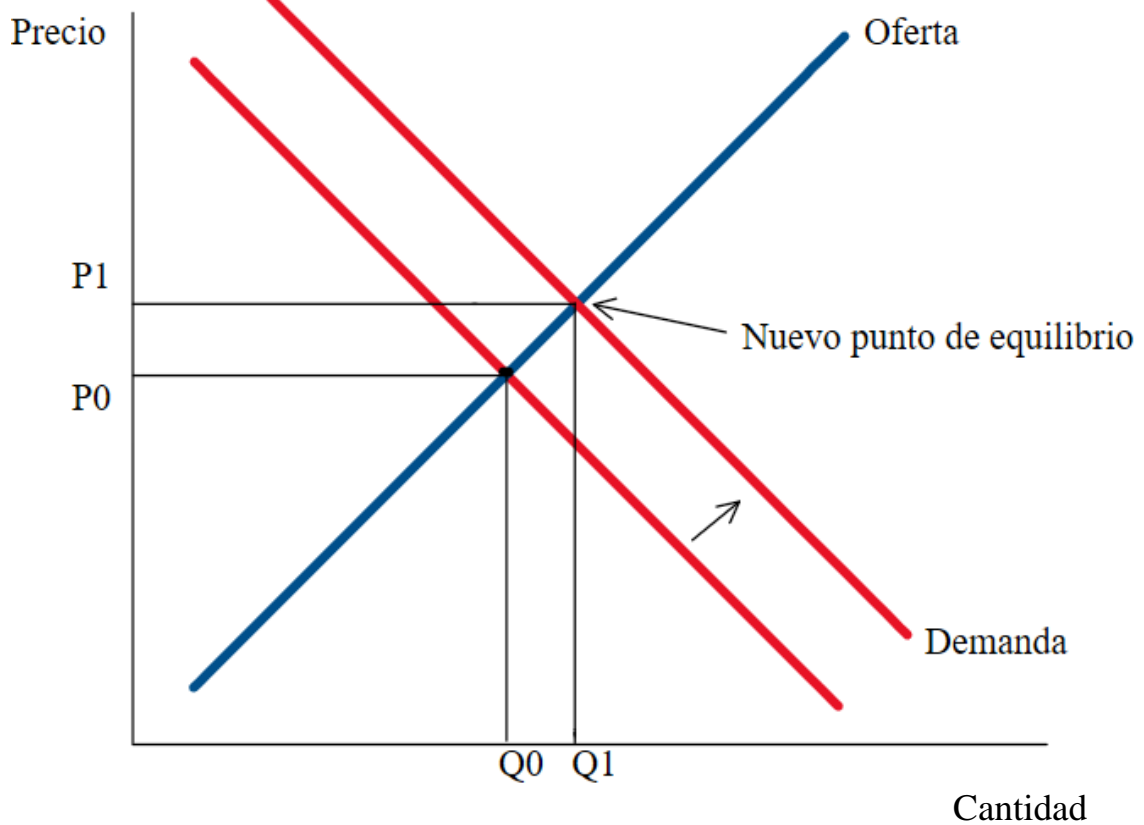
de construcción de viviendas. El sector de la construcción constituía casi un 25% de nuestro crecimiento económico, y un 20% de los empleos de nueva creación, llegando a suponer un 20% de nuestro PIB. Sin embargo, llegó un punto en el que el stock de vivienda era excesivo, y dejó de ir paralelo a las necesidades de la demanda; construyéndose por encima del umbral de lo necesario. La oferta llegó a superar incluso a la formación de hogares, momento en el cual la subida de precios se explica por las expectativas especulativas de los compradores, que seguían invirtiendo en vivienda con la esperanza de que esta siguiera revalorizándose (Carballo-Cruz, 2011).

Gráfico 1: Punto de equilibrio entre la oferta y demanda en el mercado inmobiliario.



Fuente: elaboración propia.

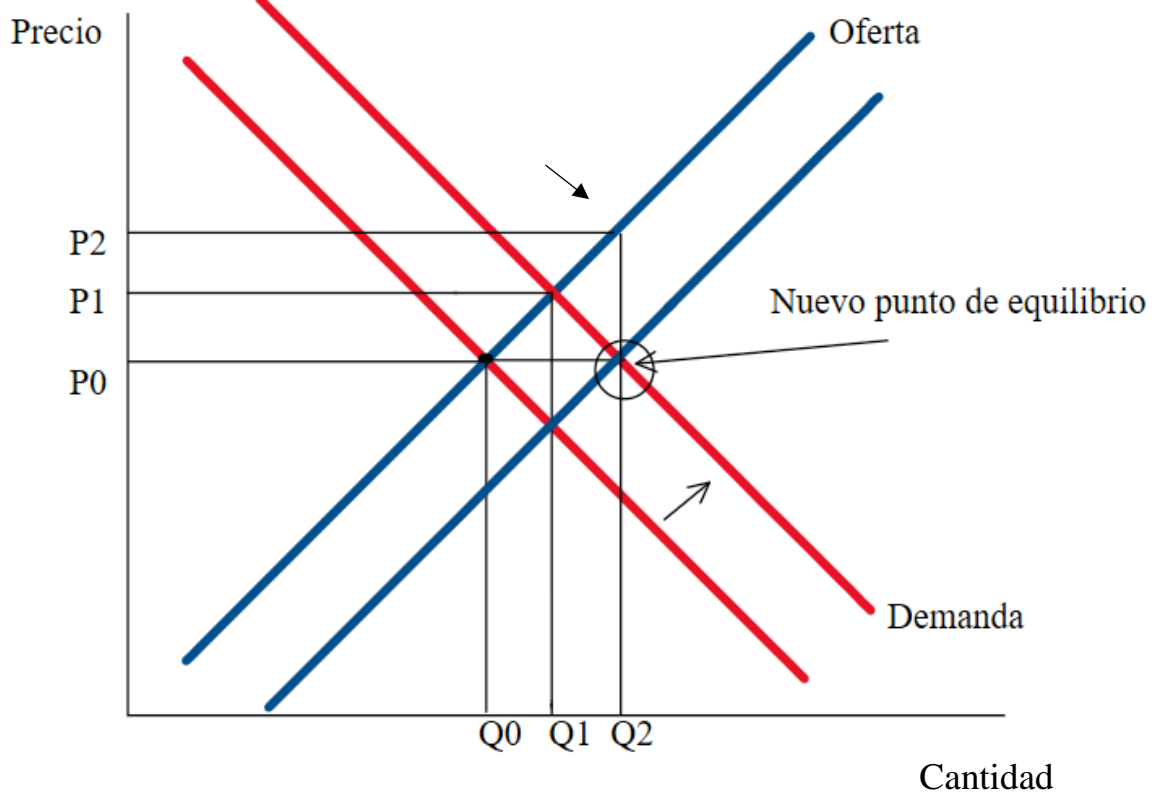
Gráfico 2: Nuevo punto de equilibrio ante un movimiento creciente de la demanda.



Fuente: elaboración propia.

Ante un aumento en la demanda de compraventa de vivienda, si la oferta se mantiene constante se produce un aumento en el precio (pasa del punto P_0 a P_1) así como de la cantidad adquirida (de Q_0 a Q_1). Esto se produce porque la oferta tiene un tiempo de respuesta elevado, que corresponderá al tiempo medio de construcción de vivienda.

Gráfico 3: Nuevo punto de equilibrio hipotético ante un aumento tanto de la oferta como de la demanda en el mercado inmobiliario.



Fuente: elaboración propia.

Una vez que la oferta se ha adecuado a la demanda, teóricamente el precio debería volver a descender a P0, de forma que el único movimiento real al final de esta expansión tanto de la oferta como de la demanda sería el de la cantidad (hasta Q2). Sin embargo, durante la formación de la burbuja los precios seguían subiendo por los motivos explicados, (siendo el principal la especulación). La oferta llega a sobrepasar a la demanda, y los precios se sitúan por encima del equilibrio de mercado, en un hipotético P2 en lugar de P0.

Estos gráficos ilustran de forma muy básica el que fue el ciclo inmobiliario de nuestra economía más largo e intenso de subidas de precios, además del momento de mayor inversión en patrimonio inmobiliario en proporción a la renta disponible por las familias, así como el momento de mayor crédito hipotecario y niveles de este. La burbuja

inmobiliaria fue un gran problema social, que dificultó el acceso a la vivienda a los jóvenes que querían independizarse, así como a las familias con ingresos bajos, y será una de las causas para una segunda burbuja en formación; la del mercado del alquiler. Se produjo la expulsión de la población media del mercado de la compraventa de vivienda, y a pesar de que en España siempre ha habido una gran atracción por el ladrillo y por poseer una vivienda en propiedad, en 2008 se produciría el pinchazo de la burbuja, acarreando nefastas consecuencias para las economías de los hogares y para el conjunto de nuestro sistema financiero.

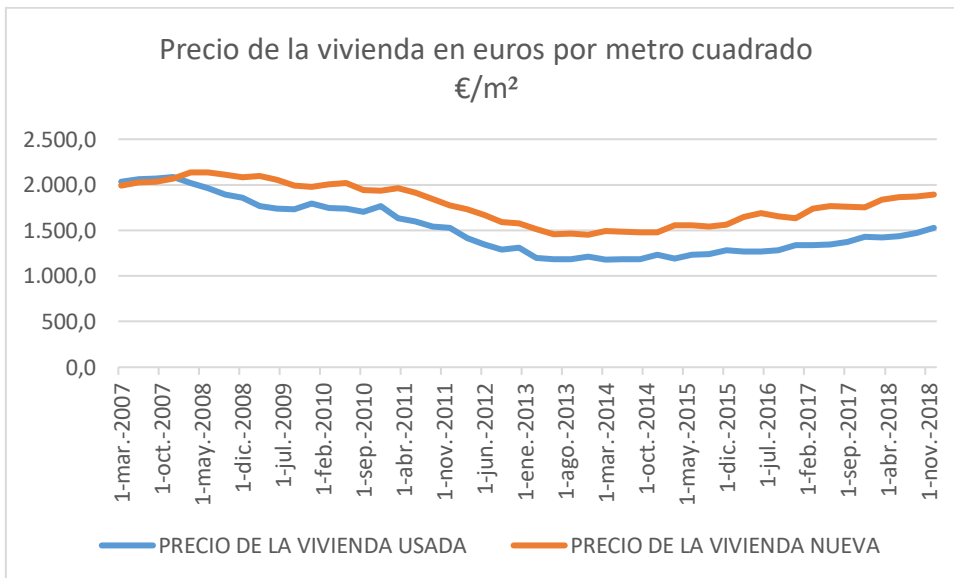
2.3 Situación actual

2.3.1 Mercado de la vivienda

Tras haber analizado superficialmente las causas del incremento de precios en la vivienda en España, pasaré a estudiar de forma más individualizada esta clase de activos, y la evolución histórica de sus precios en relación con sus características clave, centrándome en la Comunidad de Madrid. En el mercado de compraventa siempre existirán dos tipos de factores que condicionarán en mayor medida no sólo el precio sino el resultado final de la transacción; por un lado aquellas variables intrínsecas de la propiedad que se va a comprar, aquellas características que la definen y distinguen de otras propiedades, y por otro lado estarán los factores que condicionan tanto la oferta como la demanda, que irán referidos a aspectos de la propia persona del comprador y del vendedor (tales como el empleo, el acceso al crédito y el cambio de tendencia en las inversiones, entre otros).

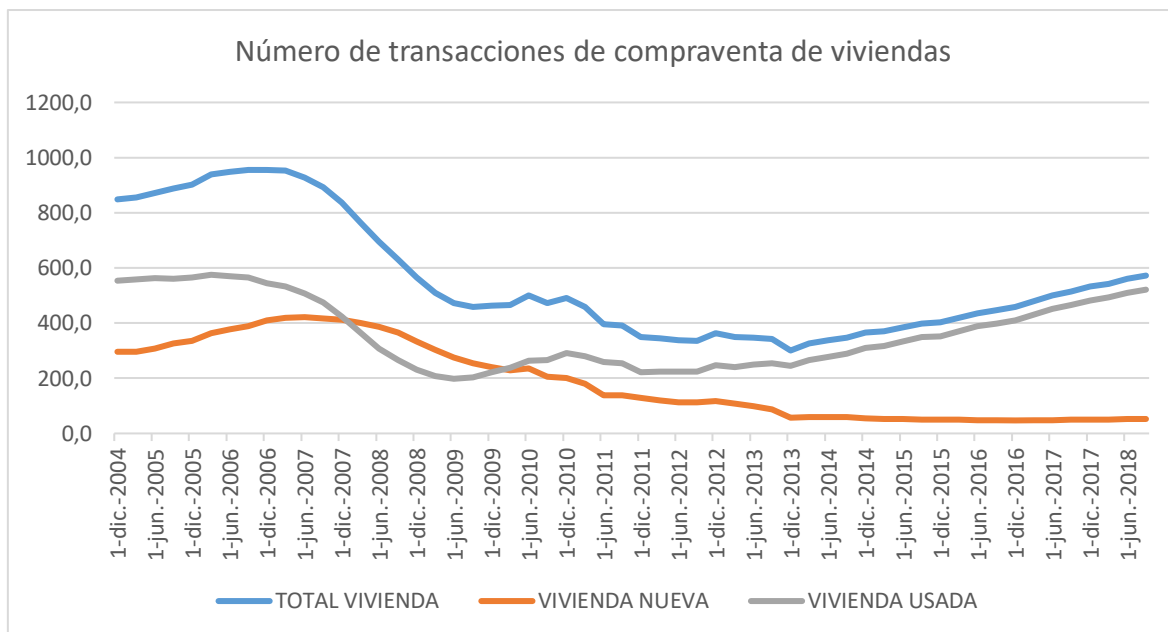
La vivienda es un bien heterogéneo de forma que, como comentaba anteriormente, determinadas variables relacionadas con sus características, tales como la ubicación, tamaño, estructura, antigüedad y calidad influirán enormemente en su precio. Asimismo, es necesario tener en cuenta que la vivienda es un activo que, además de proporcionar una utilidad a su poseedor (alojamiento) se trata también de una inversión por lo que el precio también variará en función de la alineación de características buscadas por el comprador y su solvencia, con la oferta existente. A continuación, haré un análisis pormenorizado de estos factores;

Con respecto a la antigüedad de la vivienda, acorde a datos del Banco de España, el precio de vivienda “nueva”, es decir, aquella con antigüedad inferior a un año es de media un 3% superior al de la vivienda de entre uno y diez años; un 13% más caros que las viviendas de entre diez y veinte años y un 28% superior al de aquellas viviendas con una antigüedad superior a veinte años en la actualidad. Es cierto que estas diferencias se suavizan en Madrid capital, ya que las nuevas construcciones tienden a ubicarse en la periferia, lo que suele implicar un valor menor, como veremos más adelante. Sin embargo, estas diferencias en el precio no han sido siempre tan patentes; antes del estallido de la burbuja, el precio de la vivienda usada era equiparable al de la vivienda nueva y progresivamente las diferencias se han ido haciendo más pronunciadas, como se aprecia en el siguiente gráfico;



Fuente: elaboración propia a partir de datos del INE.

El equilibrio entre oferta y demanda se había roto, y era evidente que el precio de la vivienda nueva tenía que ser superior a la usada. Cuando estalla la burbuja, el mercado refleja el desequilibrio existente entre oferta y demanda en cuanto los precios comienzan a caer, pero sobre todo refleja el desequilibrio que existía en la equiparación de precios entre vivienda de primera y segunda mano. De esta forma los precios de la vivienda usada caen más bruscamente que los de la nueva, lo que propició que la recuperación de precios se sustentara mayoritariamente por el segmento de vivienda usada, por ser más asequible para la población. Así, a fecha de hoy la demanda de vivienda usada mantiene un leve descenso, relacionada inversamente con el ligero aumento de precios;

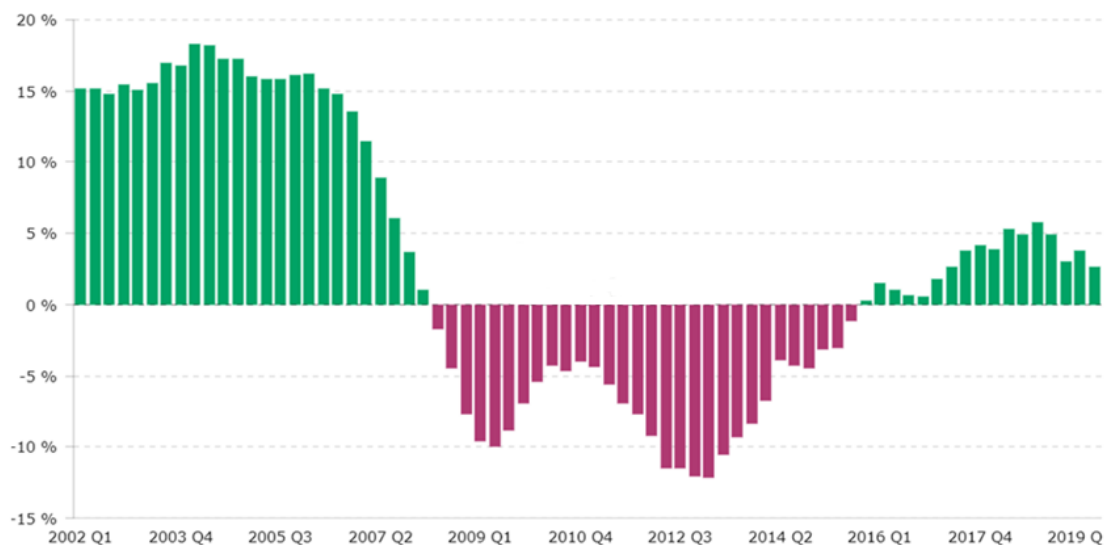


Fuente: elaboración propia a partir de datos del INE.

Por otro lado, el tamaño del municipio donde esté ubicada la vivienda es también una variable muy relevante, de forma que un mayor tamaño de este suele conllevar un precio superior, lo que se refleja en que sean Madrid y Barcelona los municipios con los precios medios de vivienda más elevados, y que más crecimiento hayan experimentado desde 2008.

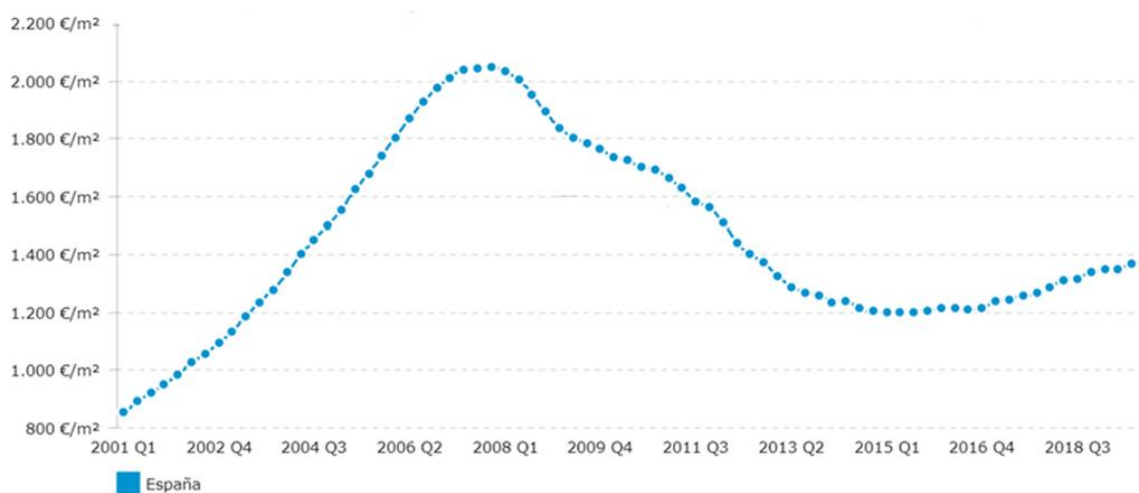
En relación con esta ubicación interior o costera, no es tan sencillo establecer un patrón de precios, ya que la vivienda costera en municipios grandes tiene precios similares a la de municipios pequeños. Sin embargo, a partir de datos de numerosos portales inmobiliarios (Fotocasa, el Idealista y Tinsa, entre otros) se llega a la conclusión de que los precios más elevados de vivienda costera se encuentran en municipios de en torno a 50.000 habitantes, lo que en la práctica se traduce en un municipio costero no muy masificado, pero con suficientes instalaciones, facilidades y actividades de ocio.

Variación interanual de precios en España (%)



Fuente: Tinsa: El precio de la vivienda en España (2020)

Evolución del precio de la vivienda en España (€/m²)



Fuente: Tinsa: El precio de la vivienda en España (2020).

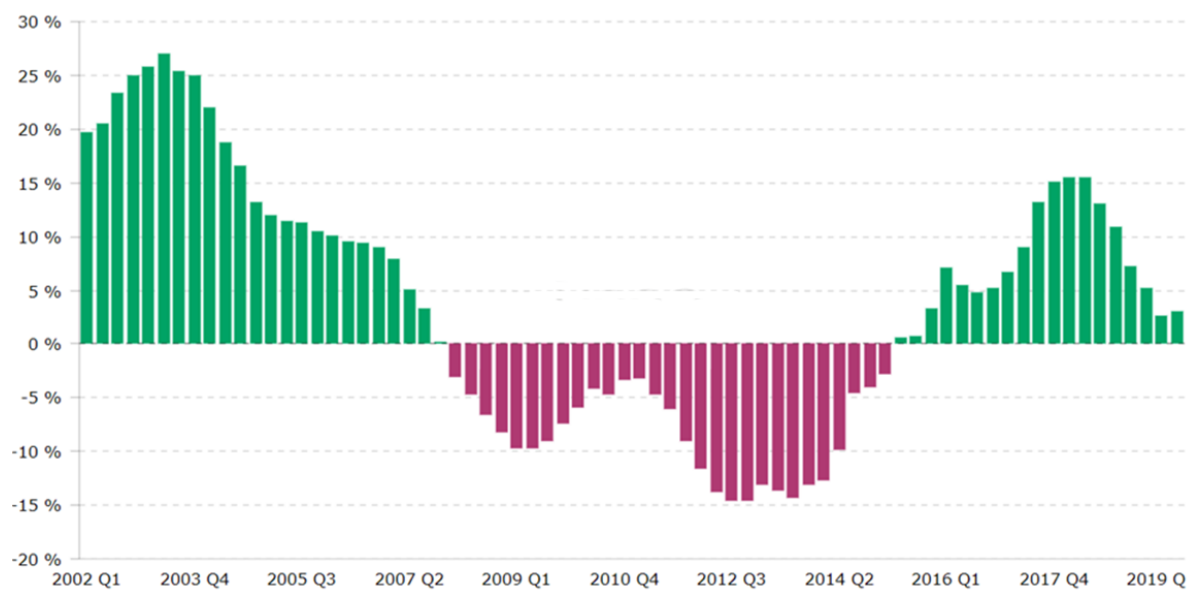
Como puede verse en los gráficos, la recuperación de precios a nivel nacional ha sido innegable, a pesar de que los precios son aún un 26% inferiores al máximo histórico previo al estallido de la burbuja (Informe de Acuña, 2018). Es interesante ver crecimiento de precios no sólo el en términos relativos, sino en algo palpable y más cercano a nuestra

realidad como es el precio por metro cuadrado; mientras que ahora la media nacional se sitúa en torno a los 1.400€/metro cuadrado, en el pico de la subida sobrepasaban los 2.000€/metro cuadrado.

Sin embargo, la media está compuesta por todos los precios a nivel provincial, y el comportamiento de estos ha diferido enormemente de unas provincias a otras, siendo Madrid, Islas Canarias, Barcelona, Islas Baleares, la Rioja, Navarra y Málaga las que más crecimiento han experimentado, esencialmente por su componente metropolitano y en algunos casos (como Barcelona) la unión de un segundo componente costero.

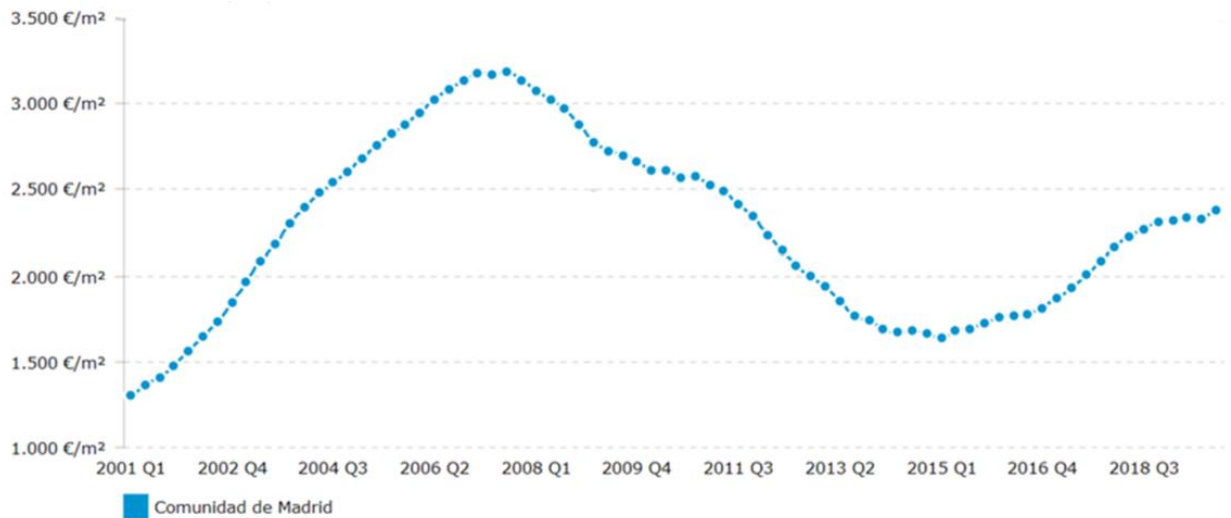
Debido a que la Comunidad Autónoma que nos interesa analizar a efectos del trabajo es la de Madrid, en lugar de utilizar la media de variaciones de precios a nivel nacional, voy a concretar más los datos de estudio y a tomar solo datos de la Comunidad de Madrid.

Variación interanual de precios en Madrid (%)



Fuente: Tinsa: El precio de la vivienda en Madrid (2020).

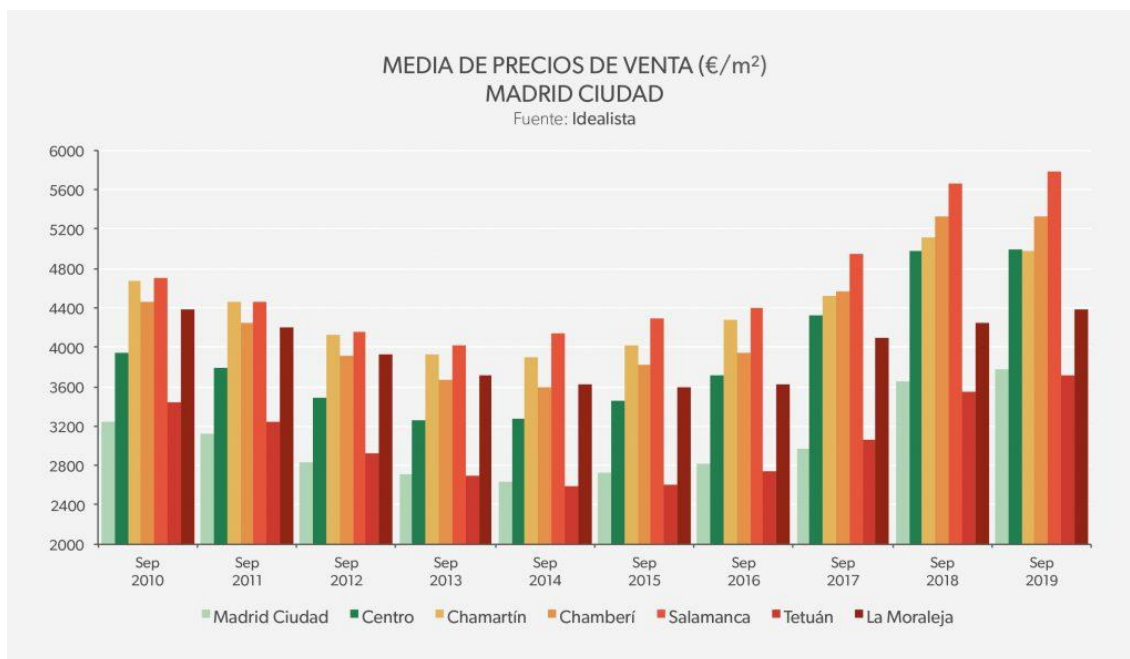
Evolución del precio de la vivienda en Madrid (€/m²)



Fuente: Tinsa: El precio de la vivienda en Madrid (2020).

Podemos observar que la recuperación de precios en la Comunidad de Madrid ha sido mucho más marcada que a nivel nacional, pero también es necesario poder relacionar ambos gráficos, ya que, aunque el patrón que se dibuja es muy similar, el eje izquierdo difiere de uno a otro; la media de precio por metro cuadrado en Madrid es muy superior a la media nacional, y lo ha sido en todo momento, no solo en el pico de la burbuja.

En cualquier caso, la Comunidad de Madrid tiene 6,66 millones de habitantes, y Madrid ciudad abarca casi la mitad de esta cifra. De esta forma, sigue siendo necesaria una acotación más estrecha de los precios por barrios de Madrid, que podrán variar en casi un 30% entre ellos. Como se puede apreciar, el precio medio de la vivienda experimentó un crecimiento del 3,3% en el año 2019 lo que sitúa la media casi un 40% más elevada que en el año 2014. Mientras que los barrios de Chamberí y Salamanca han crecido a un ritmo más o menos constante, destacan especialmente los crecimientos del Centro y las irregularidades en el barrio de Chamartín. Madrid Centro ha experimentado un crecimiento de más del 52% desde mínimos en 2014, y el barrio de Chamartín ha decrecido en precios por primera vez en 2019, lo que puede deberse en parte a la absorción de la subida de casi un 15% de 2017 a 2018.



Fuente: Lucas Fox International Properties, basado en datos del portal Inmobiliario El Idealista (2020).

2.3.2 ¿A qué se debe esta recuperación?

En primer lugar y en relación al empleo; durante el máximo exponente de crecimiento del sector inmobiliario, este llegó a ocupar a un 13% del total de los trabajadores en España; del total de puestos de trabajo que se generaron entre 1996 y 2007, un 23% estaba relacionado con este sector (Consejo Económico y Social, 2016 , página 18). Sin embargo, este incremento no fue consistente, ya que desde el estallido de la burbuja se destruyó una media de 2,5% de empleo al año en España entre los años 2007 y 2014⁵, siendo un 58% dentro del sector de la construcción sector (Consejo Económico y Social, 2016 , página 20).

A principios del 2020 podemos afirmar que se ha revertido esta tendencia, ya que la tasa de desempleo se ha reducido drásticamente (actualmente ronda el 14%), recuperándose la mitad de los tres millones y medio de empleos destruidos desde el estallido de la burbuja en 2007. Es cierto que el crecimiento de empleo entre 2018 y 2019 ha sido

⁵ La tasa de desempleo llegó a rozar el 30% en 2012 (INE)

mínima, por lo que habrá que mirar los datos con cautela y no afirmar la total recuperación por el momento.

La recuperación de los precios dentro del sector inmobiliario ha ido estrechamente relacionada no sólo con la creación de empleo, sino también con la mayor facilidad de acceso al crédito. Se está volviendo a producir una alineación de la capacidad económica de la demanda con el precio ofertado; ha aumentado la confianza en el mercado inmobiliario y se empiezan a cubrir los excedentes generados en la época de crisis. Sin embargo, se sigue dejando fuera de este mercado a una gran parte de la población, porque el empleo creado no es de calidad y la gran mayoría de nuevos puestos vienen de la mano de un contrato temporal (Informe SEPE 2019, pg 23 gráfico 3). La falta de ahorro de las familias hace que todavía no podamos hablar de una demanda completamente recuperada, pero sí de unos primeros pasos hacia esa recuperación.

2.3.3. ¿Estamos ante la formación de una nueva burbuja inmobiliaria? Mercado del alquiler

La subida de precios durante el período del boom inmobiliario potenciaba la propiedad frente al alquiler. Aunque el término “burbuja del alquiler” no sea preciso desde el punto de vista económico debido a que el alquiler no se trata de un activo (García Montalvo, 2019), es una explicación gráfica que nos permite realizar un paralelismo entre lo sucedido en el mercado de la compraventa y la situación del mercado del alquiler, con la diferencia de que este segundo no podrá sufrir una subida de precios infinita, ya que vendrá limitado por la renta de las familias⁶. De esta forma, el brusco aumento que han sufrido los precios del alquiler en algunas ciudades como Barcelona o Madrid (que trataré en mayor profundidad) ha hecho necesario buscar las causas e imponer una serie de cautelas para evitar una segunda crisis inmobiliaria.

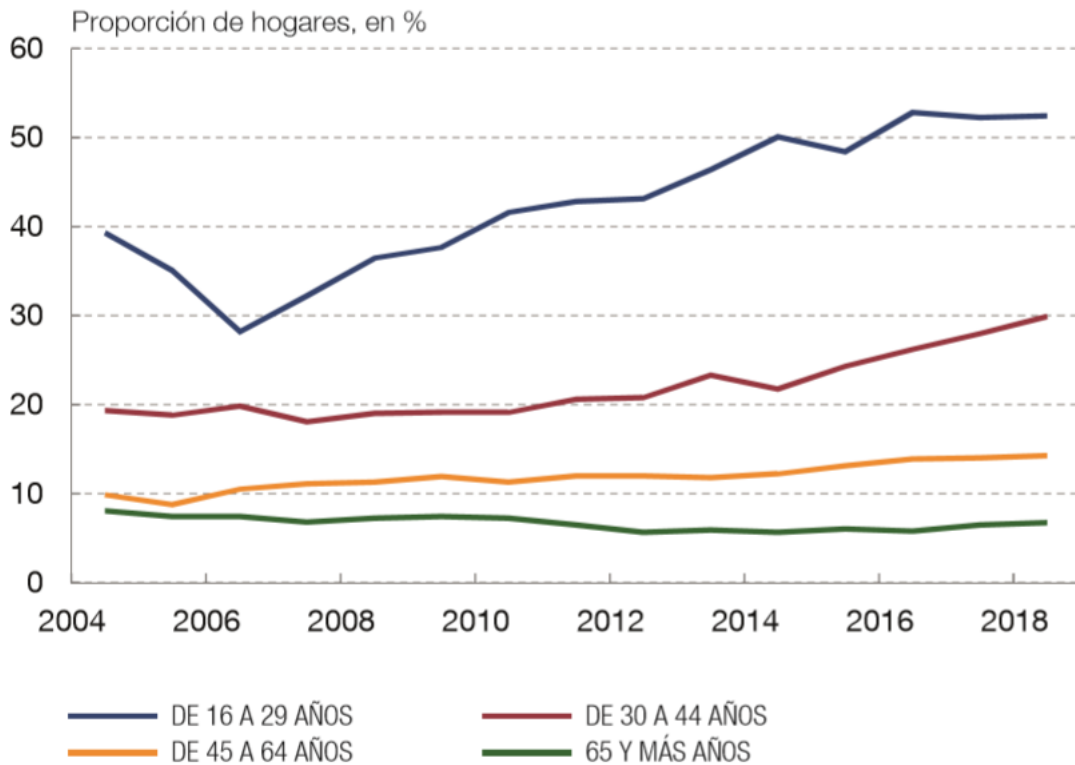
En España la población residente en viviendas de alquiler en el año 2018 era del 23% (Eurostat, 2019). Es cierto que esta ratio refleja una menor relevancia del alquiler

⁶ Mientras que las familias pueden acudir a créditos hipotecarios para comprar una vivienda, el alquiler, salvo contadas excepciones, siempre será un porcentaje del ingreso mensual del hogar.

residencial en nuestro país en relación con el resto de países europeos, pero lo que hemos de considerar es el cambio de tendencia hacia un mayor peso del alquiler sobre la propiedad de vivienda con relación a nuestras cifras anteriores. Evidentemente, no podemos pretender un cambio brusco en la estructura residencial de nuestro país, pero pequeños puntos porcentuales de movimiento son un indicativo suficiente del desplazamiento comentado. Por ejemplo, en la franja de edad entre los 18 y 24 años se ha producido un aumento del 3% de residentes en situación de alquiler, y en la siguiente franja hasta los 34 años, un aumento aún más pronunciado; del 30% en 2018 al 37% en el año 2019 (Informe Fotocasa,2010). Esta evolución no sólo se debe a la aún presente corrección económica proveniente de la crisis, sino también a una serie de factores económicos y sociológicos que han provocado un cambio en las preferencias de la población.

El factor económico más relevante es el impacto de la recesión sobre las condiciones del mercado laboral, especialmente las de los jóvenes (Boletín Económico BDE,2019). Los datos más conocidos son los de paro; para los trabajadores de entre 16 y 29 años la tasa de desempleo alcanzaba un 42,4% en 2013, con un 52,1% de incidencia en el desempleo de larga duración en el año 2014, sin embargo, también hay que tener en cuenta aquellos datos relacionados con la calidad del empleo; la ganancia media de los jóvenes se resentía, cayendo un 15% para los trabajadores de entre 20 y 24 años y un 9% para los trabajadores de entre 25 y 29 años (Años 2008-2016). Los jóvenes en época de emanciparse se enfrentaban a condiciones económicas difíciles, y en ocasiones se veían obligados a buscar empleo fuera de España. La posible necesidad de movilidad unida al empleo precario en la juventud es una de las causas de más peso para la sustitución de la propiedad por el alquiler de vivienda, lo que se ve enteramente reflejado en el gráfico;

Alquiler residencial, por grupos de edad



Fuente: Boletín Económico del Banco de España. Evolución reciente del mercado del alquiler de vivienda en España (2019).

En esta gráfica se ve reflejado como la falta de estabilidad en el empleo a la que se enfrentan los jóvenes hace que éstos tengan cada vez menos ahorros y se vean obligados a acudir al alquiler de su primera vivienda en lugar de a la compraventa.

Un segundo factor que se extiende a todo el conjunto de la población española ha sido el cambio de fiscalidad de la vivienda. La reforma fiscal que entró en vigor el 1 de enero de 2013 eliminó la deducción por inversión en vivienda habitual, de forma que, aquellas personas que hubiesen adquirido la vivienda con anterioridad a esa fecha seguirían beneficiándose de una deducción de hasta el 15% de la cuota pagada en concepto de amortización de préstamo hipotecario, hasta un máximo de 9.040€ (Disposición transitoria decimoctava de la LIRPF). Sin embargo, todo aquel que comprara una vivienda en fecha posterior a la señalada ya no dispondría de ese beneficio fiscal. También se incrementó el IVA y el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales (ambos

gravan la adquisición de vivienda), así como la base en el IBI (Impuesto sobre Bienes Inmuebles).

Los tipos bajos y deducciones en la compraventa de vivienda eran medidas discriminatorias para el mercado del alquiler, y una de las razones por las que en España se tiene una “cultura de propiedad” y durante décadas hemos tenido un mercado de alquiler escaso y muy poco competitivo. Nuestro legislador siempre ha promocionado la tenencia de vivienda en propiedad, desde tiempos franquistas donde se consideraba un factor de integración social (Leal Maldonado, 2003), hasta las transferencias directas e incentivos fiscales comentados. Parecía que el sesgo impositivo finalmente se iba a mover en la dirección contraria⁷, manteniéndose las ventajas fiscales para el alquiler, hasta que en el año 2015 llega una nueva reforma, y se elimina también la deducción por alquiler de vivienda habitual de la que se beneficiaban aquellos inquilinos con una base imponible inferior a 24.107,2€ anuales, mientras que se mantenían determinadas deducciones para el arrendador, que en la práctica no se han repercutido a los arrendatarios.

Así, como puede verse en el gráfico infra, y en línea con lo explicado acerca de la oferta y demanda en el mercado de la vivienda, ha empezado a revivir el mercado del alquiler, especialmente por el lado de los arrendadores, para quienes es más beneficioso en materia tributaria, aumentando la oferta privada debido a la entrada de agentes profesionales, pero sin cubrir toda la demanda residencial por el surgimiento de fines alternativos a este tipo de alquiler como puede ser el alquiler vacacional. De esta forma, la demanda sigue siendo superior a la oferta, especialmente la integrada los grupos de edad comprendidos entre los 16 y 29 años seguido por aquel de entre 30 y 44 años (Boletín Económico BDE, 2019, que, como comentaba anteriormente han sido los más afectados en materia de empleo y salario durante la época de recesión. Por este motivo, ante un aumento en la demanda al que la oferta no acompaña se produce un aumento en el precio del alquiler. Es decir, gran parte de la población no tiene los medios económicos necesarios para adquirir una vivienda en propiedad, y a su vez esta es una de las principales causas de la subida en el

⁷ El legislador llega incluso a promulgar una nueva Ley del Suelo (2008) mediante el Real Decreto Ley 2/2008, manifestando su preocupación por la preponderancia de la adquisición en propiedad frente a otras alternativas tras la burbuja; entre las medidas pretende dar impulso al derecho de superficie, algo que no tendrá éxito en el ámbito urbano.

precio de los alquileres de manera generalizada, lo que dificulta más aún el acceso a la vivienda, ya sea por la vía de la compraventa o por la del alquiler.

Precios de oferta de la vivienda residencial



Fuente: Boletín Económico del Banco de España. Evolución reciente del mercado del alquiler de vivienda en España (2019)

Como explicaba en el apartado de la vivienda, la tasa de paro ha disminuido y es cierto que ya no estamos en los niveles tan alarmantes que existían durante la burbuja. Sin embargo, estas cifras siguen siendo relevantes porque a pesar de la recuperación económica los colectivos con menor renta siguen teniendo grandes dificultades para poder acceder a viviendas en propiedad debido a la falta de ahorros y al riesgo de pérdida de empleo.⁸Nos encontramos ante un círculo vicioso, donde si la mediana de gasto en vivienda de alquiler en relación a los ingresos netos de los hogares se sitúa en torno al 30% en nuestro país (OCDE, 2014), y para los hogares con menores ingresos de renta excede el 40%, es prácticamente imposible que estas familias y jóvenes salgan de la precariedad y mucho menos puedan llegar a tener una vivienda en propiedad sin ningún tipo de intervención estatal.

⁸ Según datos del EUROSTAT, en 2019 un 21% de los empleados de mayores de 30 años tenían contratos temporales, mientras que esta cifra ascendía a un 70% en los jóvenes menores de 25 años.

Esto nos lleva inevitablemente al estudio de las actuaciones por parte del gobierno para poner fin a esta subida continuada de precios, y que habrá que analizar objetivamente, puesto que al fin y al cabo suponen una alteración del equilibrio entre la oferta y la demanda y conllevarán tanto consecuencias positivas como negativas. Las medidas que estudiaré son dos; el RDL 7/2019 de 1 de marzo, de medidas urgentes en materia de vivienda y alquiler y la creación de viviendas de protección oficial.

Entre las medidas propuestas por el Real Decreto está la de ampliar la duración de los contratos de alquiler de 3 a 5 años, excepto aquellas realizadas por personas jurídicas, donde el mínimo se extiende a 7 años. Aunque el objetivo detrás de esta medida es dar mayor estabilidad al inquilino, en la práctica no va a suponer ninguna mejora en cuanto a los precios, puesto que estos experimentarán una subida acumulada al finalizar el contrato, o incluso harán que el arrendador, anticipándose al estancamiento durante el período que dure el alquiler, decida establecer un precio base superior al que hubiera fijado de ser para un menor periodo de tiempo.

A pesar de que estuvo en tela de juicio el control de precios, finalmente decidió no incluirse en el RDL, ya que diversos estudios económicos como los de Diamond, McQuade y Qian (2018), demuestran que esta medida acaba desembocando en una reducción de la oferta de vivienda en alquiler y una mala asignación generalizada de los recursos, de forma que, aunque se beneficia a algunos inquilinos la gran mayoría sale perjudicada (García Montalvo, 2019).

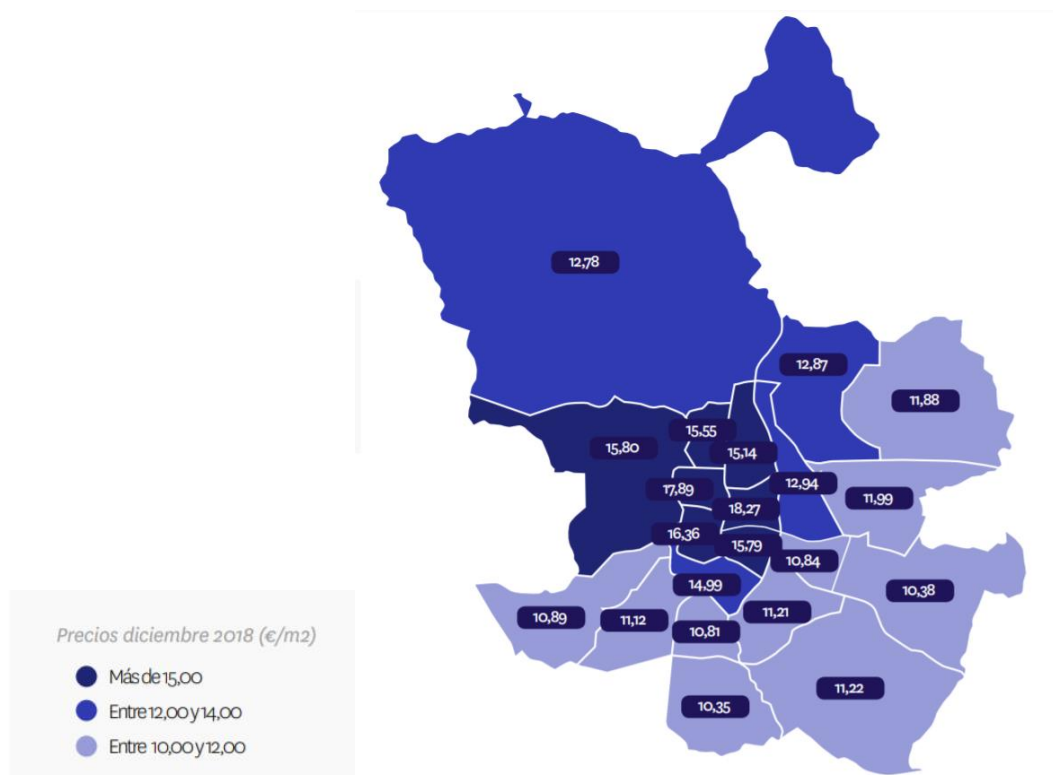
Es llamativo que en el Real Decreto no se incluye la creación de vivienda pública en alquiler. Los distintos partidos políticos han abordado este tema habitualmente a través de ayudas públicas para la compraventa de vivienda, y nunca se ha planteado la creación de un parque de alquiler social. A pesar de que la crisis pudo propiciar la conversión de numerosas viviendas vacías en viviendas de alquiler públicas, sigue siendo un tema delicado, que podría llegar a cambiar si se plantease en la Operación Madrid Nuevo Norte, y que podría frenar la tendencia alcista del mercado del alquiler dentro de la Comunidad de Madrid.

Por último, a fin de medir de forma exacta los factores que componen la oferta y la demanda en este mercado, necesitaríamos desgranar las características socioeconómicas de los hogares a nivel municipal, puesto que los alquileres varían enormemente de un

barrio a otro e incluso dentro del mismo barrio. No es posible llevar a cabo el análisis en profundidad que sería deseable para este trabajo, puesto que no existe en nuestro país una estadística pública de alquileres, ya que aunque el Ministerio de Fomento publique informes relativos al mercado inmobiliario, no son lo suficientemente exhaustivos, y se basan en gran parte en datos publicados por portales inmobiliarios.⁹ Sin embargo, sí que es posible dar algunas pinceladas centrándonos en la Comunidad de Madrid que es la que interesa a efectos de este trabajo.

Mientras que la media de precios de alquiler a nivel nacional se sitúa en 8,3€/ m² al mes, la Comunidad de Madrid y en concreto Madrid Capital lo supera en torno a un 20% de media, tal y como se puede apreciar en el gráfico;

Precios del alquiler en Madrid, diciembre 2018 (€)



Fuente: Informe Anual del Alquiler, Fotocasa (2018).

⁹ Los datos oficiales no están actualizados, y si acudimos a datos de portales de alquiler las medias realizadas son de alquileres muy dispares por lo que no son representativas. Por ejemplo, si se ofertan 10 pisos en un barrio por 1000 euros de alquiler al mes y uno por 10.000, la media de alquiler en ese barrio es de 1800€, pero no refleja la realidad de ese barrio. A diferencia de la composición del mercado de la compraventa los datos del mercado del alquiler están obsoletos y son poco precisos. Además, no se disponen datos de numerosos municipios o los datos están incompletos.

Madrid Capital se sitúa segunda por detrás de Barcelona en lo que se refiere a precios de la vivienda en alquiler. En concreto son reseñables los barrios de; Salamanca (18,21 €/m² al mes, Chamberí (17,98 €/m² al mes), Centro (16,96 €/m² al mes), Retiro (15,62 €/m² al mes) y Moncloa (15,41 €/m² al mes). Al otro lado del mapa, el distrito de Vicálvaro con un valor medio de la vivienda de alquiler de 10,16 €/ m² al mes , Villaverde, (10,54 €/m² al mes), Moratalaz (10,68 €/ m² al mes), Latina (9,90 €/m² al mes) y Puente de Vallecas (10,95 €/m² al mes). (Fotocasa, 2018)

De esta forma, si hacemos un cálculo muy sencillo, como es el de relacionar el salario mínimo actual (950€ al mes) y el precio del alquiler del barrio más bajo (9,90€/ m² al mes) llegamos a lo siguiente; alquilar un piso o un estudio de 50 m² en la Latina tiene un precio que ronda los 500€ (495€), lo que supera el 50% de la renta mensual de aquellas personas que cobran el salario mínimo. Con ejemplos reales es como se puede ver que hay determinados colectivos especialmente vulnerables en esta burbuja, como pueden ser las familias monoparentales con ingresos bajos, y por ello haré una propuesta en relación a ello en apartados posteriores.

2.4 Explicación del proceso inmobiliario

Siguiendo a Tomás Ramón Fernández (2019), el proceso inmobiliario comprende una serie de actividades que incluyen la adquisición del suelo, la gestión y urbanización de este, la edificación y en última instancia la comercialización de las construcciones. Los agentes involucrados en este proceso pueden limitar su participación a una de estas fases o extenderla a varias, aumentando la complejidad del análisis.

Podemos entender el proceso como una cadena de valor¹⁰, de forma que el inicio del mismo se produce con las primeras actividades destinadas a transformar el suelo en terreno urbanizable; dentro de las competencias urbanísticas de la Administración no sólo está la de determinar que suelo es urbanizable o no a través de la elaboración del Plan de

¹⁰ La cadena de valor según Michael E. Porter es una herramienta de análisis estratégico a través de la cual se determina la ventaja competitiva de una empresa. Se trata de identificar las actividades estratégicas más relevantes entendiendo el funcionamiento individual de cada una y la diferenciación y valor que aportan. Aplicado a un proceso como el inmobiliario se trata de buscar el valor que aporta cada agente involucrado a través de sus actividades en las distintas fases.

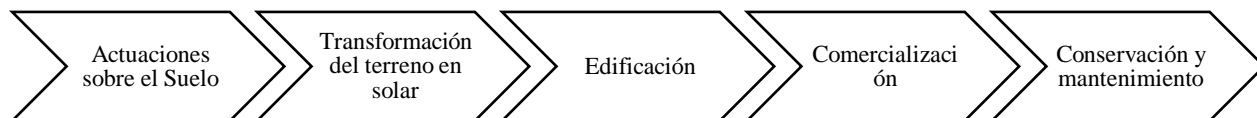
Ordenación Urbanística, sino también la fijación del sistema de espacios libres y zonas verdes, el dibujo de las vías públicas y servicios de comunicación o el establecimiento de condiciones concretas de las construcciones a realizar. De esta forma, una vez que se aprueba el plan urbanístico las promotoras inician un diálogo con las administraciones y ambas se sumergen en una serie de procesos de gestión y negociación que pueden extenderse hasta los siete años debido a la complejidad de los procesos de desafectación o incluso expropiaciones que puede haber vinculadas.

Establecido el planeamiento y los correspondientes derechos de edificación limitados por los requerimientos de las Administraciones, comienza la etapa denominada “ejecución de la obra”, que a su vez se subdivide en dos fases, siendo la primera la de la aprobación del proyecto. Dicha aprobación inicial, puede realizarse de forma directa o bien estar condicionada a recibir una concesión mediante concurso público por parte de la Administración, como ocurrió en el caso de Madrid Nuevo Norte, denominada en aquel momento Operación Chamartín. A continuación, entrarán en juego la constructora, la promotora, y los diferentes profesionales exigidos por la ley. En este caso será interesante analizar la posición de la empresa Grupo San José como entidad vinculada a la concesionaria, de forma que además de consolidar su posición como promotora indirecta del proyecto, se asegura participar también como constructora en el mismo.

El último eslabón de la cadena sería el proceso de edificación y comercialización de las construcciones, que puede ocurrir tanto de forma simultánea como sucesiva. Lo habitual es que tratándose de edificación residencial, la comercialización se prolongue a lo largo de toda la fase de construcción, mientras que si se trata de inmuebles no residenciales suele concentrarse en el último año de la misma. En el caso a analizar tenemos un uso mixto de la edificación, al que además se anexiona la construcción de vías y una nueva red de transporte público, por lo que esta última fase va a ver una gran cantidad de agentes involucrados.

El destino último de las construcciones dependerá, además de los requerimientos del Plan de Ordenación Urbanística, del tipo de agente que actúe de contraparte, pudiendo tratarse de particulares, de empresas o de inversores institucionales, de forma que las edificaciones destinadas a vivienda podrán ser titularidad de inversores que se dediquen a su arrendamiento. Relacionada con estas actividades están las de mantenimiento de los inmuebles y la instalación de servicios adicionales.

El análisis del uso dado a las edificaciones será uno de los puntos de partida para hallar el impacto del Proyecto sobre el precio de la vivienda en Madrid y más específicamente, la revalorización de la vivienda en los barrios contiguos al Proyecto.



2.5. Principales magnitudes del mercado inmobiliario a analizar

A fin de medir el impacto que este proceso tiene en la economía española como conjunto, es necesario identificar una serie de magnitudes individuales que puedan ser medidas de forma objetiva, para después agregar sus resultados y poder dar una valoración a nivel global. Para ello explicaré en primer lugar el Proyecto en profundidad, con datos numéricos que después hagan posible el cálculo de variables relevantes como el VAB, el empleo generado o las fluctuaciones en el precio del metro cuadrado en Madrid entre otros.

Las variables que he seleccionado son las siguientes;

En primer lugar, el Valor Agregado Bruto (VAB) que sirve para poner en relieve el valor generado por Madrid Nuevo Norte en el sector inmobiliario. Para cuantificarlo me basaré en las proyecciones y escenarios llevados a cabo por la Comunidad de Madrid en los informes relacionados con el proyecto.

A continuación, el volumen de negocio generado a los agentes que intervienen en el proceso constructor, que cuantificaré tomando como ejemplo el impacto sobre el valor intrínseco de la empresa Grupo San José.

En tercer lugar, el empleo que se genera como consecuencia del proceso inmobiliario, tanto aquél generado de forma directa, como en este caso el que se prevé que se genere a consecuencia de la captación de empresas extranjeras y creación de una nueva ciudad financiera.

Madrid está fracturada, y con esta operación se quiere tender un puente entre Plaza de Castilla y la Avenida de Burgos, invirtiendo sobre la franja de más de kilómetro y medio de ancho y cinco con seis kilómetros de ancho que divide los barrios de La Paz, Tres Olivos, Valverde y Montecarmelo de Las Tablas y Sanchinarro. Tal y como se describe coloquialmente; se busca crear un “pequeño Manhattan”, volviendo a dar vida a estos barrios, de forma que además de la construcción de 10.500 viviendas se aspira a la creación de un nuevo centro financiero en Madrid.

Antes de analizar en profundidad en qué consiste el proyecto es fundamental conocer los agentes que han tenido o van a tener un papel en todo el desarrollo y evolución del mismo;

-ADIF (Administrador de Infraestructuras Ferroviarias): se trata de una empresa pública adscrita al Ministerio de Transporte, Movilidad y Agenda Urbana. Es la principal propietaria de los terrenos donde se va a situar Madrid Nuevo Norte.

-Distrito Castellana Norte (DCN) antigua DUCHSA: es una empresa privada dentro del sector financiero, inicialmente integrada por BBVA (72,5%) y la constructora Grupo San José (27,5%), sin embargo, en 2019 la constructora vendió una gran parte de su participación a Merlin Properties, que entró como nuevo socio en la promotora con un 14,46% de las acciones. Es la empresa a la que se concedió el concurso para llevar a cabo la operación Madrid Nuevo Norte.

-BBVA (Banco Bilbao Vizcaya Argentaria): se trata de una entidad financiera española cuya relevancia reside en su participación mayoritaria en DCN.

-Merlin Properties: es una SOCIMI, una de las principales compañías inmobiliarias que cotiza en el IBEX-35. Es fundamental su análisis no sólo por su participación en DCN, sino porque entró en dicha empresa comprando parte de su participación a GSJ.

-Grupo San José: se trata de una empresa privada española que cotiza en el mercado continuo cuya actividad principal es la construcción, lo que supondrá una gran implicación de la empresa en el proyecto MNN aunque su participación en el mismo sea del 13%.

-Gobierno de la Comunidad de Madrid: Administración pública cuya aprobación es necesaria para validar todos los proyectos urbanísticos de Madrid, como es MNN. Tiene además las competencias en materia de Suelo. (Guías Jurídicas Wolters Kluwer,2019)

-Ayuntamiento de Madrid: Organismo público cuya relevancia a efectos del proyecto MNN reside en su necesario consentimiento para llevarse a cabo, así como las

competencias del mismo en la aprobación de los Planes Parciales y posibles modificaciones del Plan General de Ordenación Urbana de Madrid. (Guías Jurídicas Wolters Kluwer, 2019).

-Asociaciones Vecinales: se tratan de plataformas que pretenden garantizar los intereses de una comunidad concreta. La más relevante a efectos de Madrid Nuevo Norte es la llamada Plataforma Zona Norte.

3.1.2 Funcionamiento de la concesión y titularidad de los terrenos

La Operación Chamartín se inicia en el año 1993 cuando Renfe y el Ministerio de Fomento idearon por primera vez una actuación urbanística mediante la concesión de la misma a una empresa privada, planteándose por primera vez la desafectación previa del suelo, concretamente de 625.00 metros cuadrados, algo que hasta ese momento nunca había sucedido (Caballero, 2019).

Ese mismo año se celebró el concurso, y la empresa seleccionada fue Unitaria, empresa dentro del grupo de Argentaria, que posteriormente para llevar a cabo el proyecto pasó a llamarse DUCHSA y firmó el contrato de adjudicación un año después. Dicha empresa era propiedad del Banco BBVA y de la Constructora Grupo San José en un 76% y 24% respectivamente. El funcionamiento sería el siguiente: el Estado como concesionario cobraría un canon fijo en obra ferroviaria y otro canon variable que consistiría en un porcentaje de los beneficios obtenidos por ventas o arrendamientos.

Nunca llegó a llevarse a cabo esta operación planeada, y empezó uno de los primeros hechos que harían que la Operación Chamartín estuviera siempre rodeada de polémica; en lugar de anularse el concurso y convocar uno nuevo de forma que se abriera a más empresas privadas, el contrato original se renegoció en cinco ocasiones. Estas mutaciones del contrato acabaron en un acuerdo casi irreconocible si lo comparamos con el original, ya que la afectación de terreno se multiplicó por tres, el reparto de los beneficios se fijó según unos porcentajes fijos (47% para Unitaria y Grupo San José y 53% para Renfe), y se modificaron numerosas cláusulas que hicieron que la inicial explotación conjunta se convirtiera en una venta a la original concesionaria. (Caballero, 2019)

Este proceso y evolución de la concesión es fundamental y un presupuesto clave para entender después por qué ha habido tantas dificultades con la aprobación definitiva y por qué se han introducido numerosas modificaciones; la mayoría de los terrenos donde se llevará a cabo el proyecto pertenecían al Estado a través de ADIF, de forma que para iniciar la macro-obra se necesitaba del acuerdo entre tres administraciones (Comunidad de Madrid, Ayuntamiento de Madrid y Ministerio de Fomento como propietaria de los terrenos) y Distrito Castellana Norte, sociedad actualmente participada por BBVA, Grupo San José y Merlín Properties. Así, la titularidad de los terrenos expresada infra en forma de tabla no es indicativa del nivel de decisión que tendrá cada uno de los propietarios dentro del Proyecto.

TITULARIDAD DE LOS TERRENOS	%
ADIF	49,4%
AYUNDAMIENTO DE MADRID	9,9%
EMT	6,5%
CANAL DE ISABEL II	4,9%
CORREOS	1,9%
COMUNIDAD DE MADRID	1,4%
MINISTERIO DE FOMENTO	0,8%
OTROS PROPIETARIOS	25,1%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Memoria General del Proyecto de Madrid Nuevo Norte.

3.2 Fases del proyecto

A fin de desarrollar las fases del proyecto sin demasiadas especificaciones técnico-arquitectónicas, me limitaré a describir el traspaso de titularidades de los terrenos y la evolución del Proyecto que comenzó como Operación Chamartín y actualmente se ha consolidado como Madrid Nuevo Norte. Para ello seguiré la cronología publicada por los principales diarios, como son el ABC, El País, El Confidencial y OKDiario desde 1993

hasta la actualidad, así como las notas publicadas por el Ministerio de Fomento y por el Ayuntamiento de Madrid.

3.2.1 Operación Chamartín

El proyecto original recibía el nombre de “Operación Chamartín” debido a que el objetivo principal del mismo era sepultar las vías de la Estación con losas de acero, para posteriormente construir equipamientos, oficinas, alrededor de 3.500 viviendas y crear unas nuevas vías para mejorar las conexiones de la zona. La idea inicial fue promovida por Felipe González (en ese momento presidente de España) en 1991, junto a Joaquín Leguina (presidente de la Comunidad de Madrid) y Agustín Rodríguez (alcalde de Madrid). Es dos años después, en 1993 cuando empiezan los primeros trámites y Renfe (entonces dependiente del Ministerio de Fomento, con Josep Borrell a la cabeza) saca a concesión el desarrollo urbanístico de la Operación.

Renfe se enfrentaba al siguiente problema legal; cuarenta años antes había expropiado los terrenos de la estación para destinarlos a uso ferroviario. Si se modificaba dicho fin (construyendo edificios y viviendas), los propietarios de los terrenos expropiados tendrían legitimidad para reclamar la reversión de la expropiación. Por ello Renfe, además de guiarse por unos requisitos de solvencia financiera de la empresa y de la oferta, buscaba un grupo que aceptara asumir ese eventual conflicto jurídico. Al concurso se presentaron cuatro grupos; Banco Bilbao Vizcaya, Rock-Sisf, Vallehermoso y Argentaria.

Renfe se decantó por la oferta de esta última debido a que, además de cumplir con los requisitos de solvencia financiera requeridos, Argentaria aceptaba una cesión de los terrenos por 75 años, asumiendo de esta forma las cargas jurídicas de los mismos.

Por este motivo, aunque BBV ofertaba la propuesta más llamativa a nivel técnico, la concesión se otorgó a la empresa Unitaria dentro del grupo Argentaria, ya que además de asumir las eventuales cargas jurídicas de los terrenos, aceptaba una cesión de estos por 75 años, en lugar de una compraventa. Como contraparte, Renfe le concedía el 53% de los beneficios brutos de la explotación y le ofrecía además un contrato de construcción de 22.000 metros cuadrados para edificar la sede central de Renfe (su sede central).

El arquitecto del proyecto era Ricardo Bofill, y entre las especificaciones más técnicas estaban las siguientes (Bofill,1994):

- Articulación entre la zona norte y sur a través de la prolongación de la Castellana y las vías transversales a ella, con la finalidad de mejorar la comunicación entre los distritos.
- Planos jerarquizados de las vías, de mayor a menor importancia; la vía que soportaría el tráfico principal y recorre todo el perímetro del proyecto, una vía secundaria circunvalando el eje longitudinal donde estaría además el tranvía ligero, una tercera vía en forma de puente entre ellas y por último una serie de vías destinadas a los peatones y a los restantes transportes públicos.
- Planos referenciando qué espacios se destinarían a zonas verdes; Bofill diseña un proyecto donde los parques y bulevares van a cubrir gran parte de las vías mencionadas.

3.2.2 Prolongación de la Castellana

La primera modificación de la Operación Chamartín viene de la mano de la aprobación del Plan General de Ordenación Urbana (PGOU) de Madrid de 1997. El esqueleto del proyecto explicado supra se mantenía, girando en torno a la prolongación del Paseo de la Castellana entre la M-30 y la M-40 y la construcción de la nueva Estación de Chamartín. Al igual que con el anterior diseño, se pone el foco en regenerar esta zona y fomentar la creación de un espacio urbano atractivo para comercios, hoteles, instituciones, además de diseñar un componente residencial.

El PGOU persigue el objetivo de que Madrid alcance la importancia que poseían algunas capitales europeas, equiparándose el proyecto al de Canary Wharf de los años 80, La Défense de París o Potsdamer Platz en Berlín. Con José María Ezquiaga como arquitecto, se preveía el levantamiento de cuatro nuevas torres; elevándose también el número de viviendas a construir a 17.000, de las cuales 4.000 tendrían el carácter de protegidas. Como esto supondría alrededor de 50.000 personas más en el distrito, por lo que también

se plantea ampliar la estación de Chamartín en 100.000 metros cuadrados adicionales, y la prolongación de la línea 10 de metro en cinco estaciones.

En un momento histórico donde la población migra del centro de las ciudades a las afueras, se quiere revertir esa tendencia y revivir zonas céntricas de Madrid. Diferente a todas las operaciones de este calibre que se han planteado, una de las cosas que más destacan del proyecto es el uso mixto del suelo, ya que con la construcción de tantos espacios destinados a oficinas y zonas verde se pretende evitar que estas zonas sean meramente barrios dormitorio y se conviertan en barrios autónomos y accesibles. La Prolongación de la Castellana se convierte así en un proyecto mucho más ambicioso que su predecesor, que fracasa en su aprobación por un trágico suceso inesperado.

El 11 de marzo de 2004 iba a ser aprobado el proyecto con mayoría del Partido Popular en el gobierno, pero el atentado en Atocha hizo que se pospusiera la aprobación.

Después del dramático acontecimiento hubo un cambio de gobierno, siendo José Luis Rodríguez Zapatero el nuevo presidente (del PSOE), que mostró su disconformidad con numerosos aspectos del proyecto Operación Chamartín / Prolongación de la Castellana.

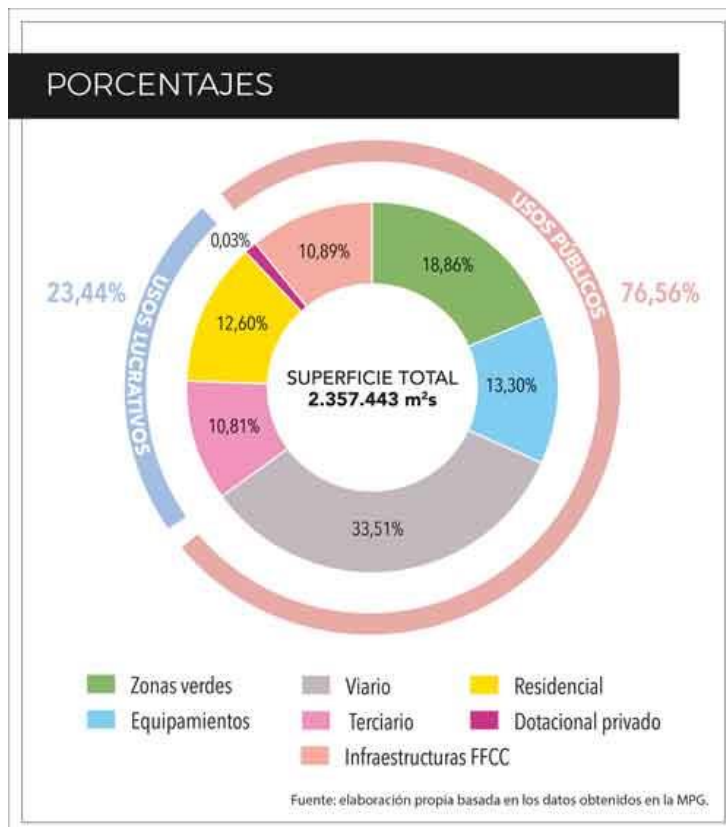
Años más tarde, en diciembre de 2008, se consensuó el “Convenio para la Gestión y Ejecución del Plan” entre la Promotora y el Ministerio de Fomento, pero el estallido de la crisis del sector inmobiliario y su enorme repercusión en el bancario (recordemos que la promotora Distrito Castellana Norte estaba integrada en ese momento por el BBVA y la constructora Grupo San José) hizo que necesariamente volviera a paralizarse el Proyecto.



Fuente: El Confidencial (2017).

3.2.3 Madrid Nuevo Norte

A pesar de que a principios de 2015 el Partido Popular anunció el fin de la paralización del desarrollo del plan, el resultado de las elecciones municipales hizo que el siguiente cambio real en el proyecto se produjera bajo el mando de la alcaldesa Manuela Carmena, que, reacia al proyecto original, promovió una modificación sustancial al mismo en 2016. Se trata esencialmente de un cambio de prioridades, donde el ambicioso plan de construir una ciudad financiera se ve suavizado, de forma que el proyecto sea “equilibrado y sostenible desde el punto de vista territorial, social y medioambiental” (Nota de Prensa del Ayuntamiento de Madrid, 2016). Se reducen las zonas edificables, de forma que la superficie total sobre la que se va a actuar, descontando el espacio ocupado por las vías de tren y la M-30 es de 2.357.443 metros cuadrados, cuyo uso será el siguiente;

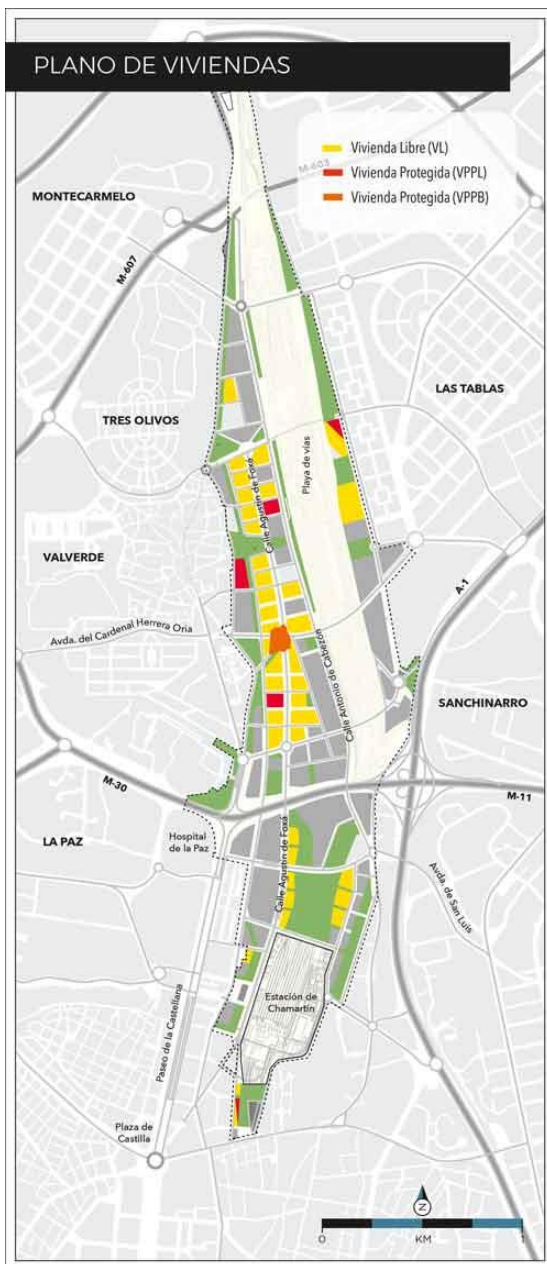


Fuente: Página web de la empresa Distrito Castellana Norte (2020)

El corazón del Proyecto sigue siendo la estación de Chamartín, ya que se prevé la construcción de una nueva estación y su conversión en el principal centro de la Alta Velocidad Española, además del aumento de la capacidad de los trenes de cercanías y media distancia. Desde esta primera obra se articulará una red de transporte público que,

por un lado, comunique a los nuevos barrios que van a crearse, pero por otro lado aumente el número de autobuses urbanos, interurbanos, metro y conexiones al aeropuerto de los barrios ya existentes.

De las 10.500 viviendas que van a construirse en el norte de Madrid un 24% serán de protección oficial, distribuidas a lo largo de las zonas principales del proyecto, que siguen comprendiendo los barrios de la inicial Operación Chamartín. Estas viviendas de protección pública son respuesta a una petición reiterada de la ciudadanía madrileña, que como comentaré en puntos siguientes se prevé que tengan una gran repercusión en el mercado del alquiler.



Fuente: Página web de la empresa Distrito Castellana Norte (2020)

Por último, se plantea la edificación de un “Centro de Negocios de última generación”, planteando por un lado la construcción de oficinas de alta calidad (348 edificios de muy diferentes características) que atraigan a corporaciones internacionales, pero poniendo a la vez el foco en crear espacios públicos de calidad, priorizando el bienestar tanto de los que trabajen como de los que vivan en esa zona. De esta forma, además de esta ciudad financiera se va a fomentar el pequeño comercio, evitando la construcción de grandes centros comerciales. Se construirán seis centros educativos, tres centros de salud y seis centros deportivos, dejando atrás la apariencia de creación de una ciudad dormitorio y dando vida real a todos esos terrenos.

Este proyecto genera una relación de amor-odio tanto entre la ciudadanía y asociaciones vecinales por su impacto medio ambiental y carencias en relación a los precios previstos para la vivienda nueva, como en los arquitectos y determinados expertos, que se lamentan de los cambios que se han introducido en Madrid Nuevo Norte, como el abandono de la idea inicial de prolongación de la Castellana (José Azquiaga, 2019). No obstante, el impacto general en términos económicos es a priori muy beneficioso no sólo para la Comunidad de Madrid y las empresas relacionadas con el Proyecto, sino también a nivel Peninsular, lo que analizaré con mayor profundidad en los siguientes apartados.

4. IMPACTO EN GRUPO EMPRESARIAL SAN JOSE

4.1 Introducción y análisis histórico de la compañía

Grupo San José nace en Pontevedra durante el año 1962 como empresa especializada en construcción y rehabilitación (Grupo San José, 2020). Gracias a su innovadora tecnología de construcción racionalizada conseguirían en tan solo 10 años expandirse por todo el territorio gallego, donde se adueñaron de diversos proyectos relacionados con el área de la enseñanza (colegios, institutos y facultades universitarias). Entre los años 80 y 90, GSJ experimentaría una época de pleno desarrollo en la que se haría referente a nivel nacional, pasando a focalizar su negocio en la construcción de infraestructuras civiles y abriéndose camino también en el ámbito internacional, empezando por su alta presencia en Portugal y consolidándose en Alemania, Estados Unidos y varios países latinoamericanos como Argentina y Uruguay.

Actualmente GSJ se ha consolidado como una de las constructoras de referencia en España, abriéndose hueco entre gigantes como ACS y Ferrovial, ganando cada vez más cuota de mercado y aumentando sus cifras de negocio de manera recurrente. Su evolución en bolsa y solidez financiera, unidas a sus valiosos activos ocultos y a las nuevas alianzas con socios como Merlin Properties (Resultados Grupo San José 2019,2020), hacen de GSJ no solo una gran oportunidad de inversión, sino también una empresa a tener en cuenta durante los próximos años, cuya repercusión en el panorama político y económico habrá que tener en cuenta.

4.1.1 Negocio y activos ocultos relevantes de GSJ

Si bien GSJ nació como una empresa únicamente dedica al sector de la construcción, su expansión nacional e internacional la han obligado a encontrar nuevas líneas de negocio que contribuyeran al crecimiento de la empresa. Sin embargo, la construcción sigue siendo la fuente principal de ingresos para la compañía y en la que más presencia tiene.

Analizando los datos de sus últimos resultados apreciamos que el negocio de la construcción genera casi el 90% de los ingresos anuales de GSJ, y un 67% de su EBITDA. Para entender la composición de los ingresos provenientes de la construcción, es necesario indicar que, aproximadamente la mitad se generan internacionalmente y la otra mitad en España. El crecimiento que se está experimentado en este sector es clave para entender la evolución de la compañía, pues se ha pasado de una tasa anual de crecimiento de ingresos del 11% a una cercana al 39% a lo largo del año 2019, lo que ha tenido también un relevante impacto en los márgenes de beneficios.

En el área de desarrollo urbano (Real Estate) los volúmenes de facturación de GSJ han bajado drásticamente durante los últimos años, hecho que se explica por la fusión fallida con Parquesol.

En cuanto a las concesiones y servicios, los ingresos suponen un 5,4% de los ingresos totales. Están presentes en plantas de Energía, conservación de parques y jardines, infraestructuras, edificios e instalaciones, etc.

Por último, el 1% de los ingresos de GSJ provienen del sector de la energía, en el que se está haciendo un gran esfuerzo por ganar cuota de mercado debido a los grandes márgenes que hay, tanto en energías renovables como en eficiencia energética.

4.2 Análisis de los 3 Estados Financieros

El 31 de octubre de 2019 GSJ vendió a Merlin Properties un 14,5% de Madrid Nuevo Norte, recibiendo 169 millones de euros y un préstamo de 86 millones de euros con una maduración de 20 años y un tipo de interés del 2%. Es esencial atender a esta operación para entender cómo se han desarrollado los diferentes estados financieros (Hecho Relevante CNMV,2019). Me basaré para llevar a cabo el análisis de los tres estados financieros de la compañía en sus resultados de 2018,2019 y los trimestrales de este año.

4.2.1 Pérdidas y Ganancias

Los ingresos de GSJ han experimentado un crecimiento del 26%, situándose cerca de los 960 millones de euros, frente a los 760 del ejercicio fiscal anterior.

El margen con respecto a la facturación en términos de EBITDA se ha reducido del 6,8% al 5,42%, dándonos una cifra absoluta de 52 millones de euros. Como se puede deducir de estos datos, a pesar del elevado incremento de la cifra de negocios, el EBITDA de la compañía ha permanecido prácticamente estable. Esto se debe a los elevados gastos operativos, que han aumentado a un ritmo más acelerado que los ingresos (un 5% más).

	Contribución a Ingresos (%)	Márgenes EBITDA 2019 (%)
Construcción	90%	5,3%
Energía/Concesiones	2,3%	10,9%
Construcción Inmobiliaria	7%	14%

El negocio de la construcción sigue constituyendo el pilar fundamental de GSJ, viniendo del mismo algo más del 90% de sus ingresos. Sin embargo, el sector de energía y concesiones, cuya aportación a la facturación total sigue siendo prácticamente insignificante, ha conseguido aportar casi 6 millones de euros al total del EBITDA, consolidándose como la mejor área de negocio en términos de márgenes y abriendo muchas oportunidades de negocio y crecimiento para el futuro.

En cuanto a los ingresos antes de intereses e impuestos (en adelante EBIT), observamos un descenso considerable en los mismos, de 41 millones de euros a 23, un descenso de casi un 44 %. Sin embargo, no es preocupante en el largo plazo, pues fue causado por partidas que deberían poder recuperarse en un horizonte cercano. Entre ellas destacan principalmente los deterioros de existencias y las dotaciones a provisiones por insolvencias.

El gran descenso del EBIT se ha visto compensado por la operación corporativa realizada con Merlin Properties a partir de la venta de casi un 15% de las acciones de Madrid Nuevo Norte. Dicha operación tuvo dos efectos positivos en las cuentas de GSJ: por una parte, se canceló la refinanciación que surgió tras el desastre de Parquesol en 2015, por unos 29 millones de euros.

4.2.2 Cash Flows

La capacidad de generar caja de GSJ durante 2019 ha sido extraordinaria. Los flujos de caja libre (en adelante FCFs) han ascendido a 187,5 millones de euros, experimentando un crecimiento del 38,8% con respecto a 2018 y del 228% con respecto al 2017. Dichos FCFs se han destinado principalmente a reducir la deuda y a afrontar el pago de intereses.

Por su parte, la situación en términos de tesorería es la siguiente: netamente se han pasado de los 23,5 millones de euros en el 2018 a casi 127 en el 2019, lo que supone un incremento del 433,6 %.

4.2.3 Balance

En cuanto al balance, nos centraremos únicamente en la evolución de la deuda durante los dos últimos años. En los siguientes cuadros podemos observar como se ha reducido la deuda en unos 240 millones de euros, algo que ha sido posible en parte gracias a la venta del 14,45 de su participación en Madrid Nuevo Norte.

2018	Millones €
Refinanciación 2014	187
Chile – Bonos L/P	66,5
Chile – Bonos C/P	32,71
Préstamo participativo	111
Financiación circulante	32
Endeudamiento total	429,21

2019	Millones de €
Bono 30 Junio 2020	32,7
Bono 30 Junio 2021	33,7
Préstamo Merlin (20 años)	86
Financiación circulante	36,3
Endeudamiento	188,7

Esta nueva organización financiera permitirá a GSJ continuar a mayor ritmo su crecimiento orgánico e incrementar su capacidad de generación de caja a partir del gran ahorro de gastos financieros que experimentará con esta nueva estructura de endeudamiento.

4.3 Evolución bursátil e impacto en el mercado inmobiliario español



Fuente: elaboración propia a partir de gráfico disponible en PCBolsa.

Para estudiar y analizar la evolución bursátil de GSJ es necesario recurrir a un gráfico con series temporales que nos permita observar el movimiento del precio desde su salida a bolsa en 2009.

En el gráfico *supra* se analiza cual ha sido el comportamiento de la acción desde finales de 2016. Se trata concretamente de un análisis técnico basado en principios financieros establecidos por John J. Murphy y apoyados por la *Teoría de las ondas de Elliot* de Ralph Nelson Elliot.

La teoría de las ondas de Elliot consiste en la creencia de que el mercado es racional y se comporta de manera semejante ciclo tras ciclo. Según Elliot, esta racionalidad y ciclicidad

se traducen en un movimiento alcista compuesto por cinco ondas (1,2,3,4 y 5 en el gráfico *supra*) seguidas por tres ondas bajistas denominadas A, B y C, que ponen fin al movimiento cíclico para dar pie a uno nuevo.

En este caso, podemos observar como la onda 1 del movimiento es alcista, y supone un gran incremento en el precio de la acción tras haber estado durante un largo periodo lateral. La onda 2 es correctiva y nunca puede tener una longitud superior a la onda 1, es decir, si el movimiento se inició en los 0,66 € y la onda 1 nos llevó a los 4,40 €, la onda 2 debería terminar en algún precio superior a los 0,66 €, como ocurrió en este caso. Posteriormente, la onda 3 es alcista y la que suele tener mayor duración y longitud, como se puede observar en el gráfico. La onda 4 funciona como la 2, es correctiva y se tienen que cumplir los mismos requisitos comentados sobre su longitud para que sea fiable el análisis por Ondas de Eliot. Finalmente, sabemos que falta una última onda 5 que complete el movimiento alcista. Realizando proyecciones estimadas de dicha onda, podemos deducir que el precio se dirige en el largo plazo a los 11,45-12,32€ por acción.



Fuente: elaboración propia a partir de datos disponibles en PCBolsa

Habiendo analizado ya los movimientos más recientes de la acción, es importante también poner en perspectiva cual ha sido toda la trayectoria bursátil de GSJ. En plena crisis, tuvo

lugar la Oferta Pública de Venta de las acciones a un precio de 13,80€ y como se puede apreciar, la cotización se desplomó hasta estabilizarse en niveles inferiores al euro. La inestabilidad económica y política en España y en Europa contribuyeron enormemente a que se produjera dicho desplome, pero también tuvo mucho que ver la desastrosa fusión con Parquesol, dejando a GSJ entre los años 2010 y 2014 al borde de la quiebra. Con el paso del tiempo se estabilizó el negocio y se produjo la formación técnica de una figura conocida como “Taza con asa”. Dicha figura se encuentra en el rectángulo dibujado en el gráfico. Como se puede observar, lo que marca es lo siguiente: una vez el precio sobrepasa la línea superior de dicho rectángulo, la proyección del precio será la misma a la distancia que hay desde la parte inferior del rectángulo a la superior, empezando a contar desde la parte superior sobrepasada. Esta figura marcó un objetivo en los 9,24 € cuando estaba en solamente 6,09 €, y llegaría meses después a los 9,33 € completando la figura de largo plazo. En el horizonte más lejano quedaría alcanzar el objetivo de la Oferta Pública de Adquisición, en los 13,80 €, como se puede ver en el gráfico.

Es imprescindible analizar el valor de las empresas no solo desde una perspectiva fundamental (Múltiplos y Flujos de Caja), sino también desde el punto de vista técnico (Gráficos), que gana cada vez más adeptos y tiene muy en cuenta la psicología de las masas y su racionalidad.

4.4 Valoración por múltiplos y Descuento de Flujos de Caja

El objetivo de esta valoración es obtener el valor de todas las operaciones de la compañía atribuidas a todos los proveedores de capital, comúnmente conocido en el sector de las finanzas corporativas como Enterprise Value (en adelante EV). Teóricamente, el EV es igual al valor de mercado del capital empresarial (en adelante Market Value of Equity, MVE), más la deuda de la empresa, menos los excesos de caja (aunque partiremos de la asunción de que la diferencia entre la caja y los excesos de caja es mínima y no cambia sustancialmente nuestra valoración), más el “Noncontrolling Interest” (en adelante NCI), más las acciones preferentes. De esta manera, obtenemos la siguiente fórmula:

$$\mathbf{EV = MVE + Deuda + NCI + Acciones Preferentes - Caja}$$

Podemos observar que el valor total de la empresa (EV), vendrá determinado en el caso de GSJ por su MVE, es decir, por el número total de acciones diluidas multiplicadas por su precio de cotización, al ser está una cotizada. Así pues, parece prudente realizar una valoración que nos permita comparar su valor teórico (que calcularemos utilizando la fórmula anterior) con una aproximación real de su valor.

La valoración de empresas es considerada para muchos como un arte, pues no hay una manera exacta y precisa de llevarla a cabo. Las metodologías más utilizadas para llevar esta tarea a cabo son 3: descuento de flujos de caja, valoración por múltiplos y valoración por transacciones similares precedentes.

Habiendo realizado un análisis exhaustivo, se ha podido comprobar que no existen suficientes compañías con perfil similar a GSJ en términos crecimiento, tamaño, localización, riesgo y modelo de negocio que se hayan vendido o comprado durante los últimos años, por lo que la valoración por transacciones similares precedentes queda descartada.

Por otra parte, es esencial indicar que, el modelo de negocio orientado a la diversificación que ha ido formando GSJ durante los últimos años, unido a la gran cantidad de activos ocultos que se pretenden valorar, dificulta enormemente la realización de unos descuentos de flujo de caja que nos permitan acercarnos a una cifra final.

De este modo, la disciplina en la que se basará el análisis del valor del negocio principal de GSJ serán los múltiplos. Por otro lado, y como se ha indicado anteriormente, gran parte del valor de GSJ y de su potencial crecimiento se deben a los diversos activos ocultos que tiene en su balance, cuyos precios objetivos aproximaremos a partir de una combinación de descuento de flujos de caja y de valor en libros. concluimos así que se trata de una valoración por partes.

4.4.1 Negocio Principal

Para analizar el valor del negocio principal nos basaremos en el múltiplo EV/EBITDA.

1. Seleccionar las empresas con las que se va a comparar GSJ (en adelante “comparables”)
2. Analizar los estados financieros tanto de GSJ como de las comparables.
3. Normalizar dichos estados financieros, de manera que se extraiga el efecto de partidas no recurrentes (non recurring-items)

4. Elegir los múltiplos a partir de los que se va a realizar la comparación. En nuestro caso se tratará de un “Unlevered multiple”, de modo que no se tenga en cuenta la combinación de deuda y equity elegida por las empresas (estructura de capital) para llegar a la valoración final. EV/EBITDA.

Debido a la falta de empresas que compartan el mismo modelo de negocio que GSJ, industria, tamaño, tipo de gestión, riesgo sistemático, localización, márgenes y tasas de crecimiento, la obtención del múltiplo de EV/EBITDA comparable se ha calculado como la media de varias compañías similares del sector en base al análisis de la industria realizado por el Grupo Mazars. Los múltiplos en las cotizadas españolas oscilan entre un rasgo bastante amplio, por lo que podríamos situarlo entre los 7x-10x. Así pues, asumiremos un valor medio para nuestro múltiplo: 8,5x. Esto quiere decir que GSJ estará valorada en 8,5 veces el valor de su EBITDA. Como analizaremos posteriormente, el EBITDA registrado por la compañía en 2019 ascendió hasta los 52 millones, por lo que obtendríamos el siguiente valor:

VALOR DEL NEGOCIO PRINCIPAL = 8,5*52.000.000=416.000.000 €.

4.4.2 Tax Credit

GSJ cuenta con crédito fiscal por valor de 470 millones de €. Es importante diferenciar un crédito fiscal de una deducción fiscal; mientras que en la deducción fiscal reduces la base imponible del año en el que estés, el crédito fiscal actúa disminuyendo la cantidad de impuestos a pagar y proviene de años anteriores, por tanto, con mayores limitaciones, así que no se valorará en esos 470 millones, sino en una cantidad inferior (Boston Globe Media Partners, 2015). De esta forma, he considerado valorarlo de forma muy simplificada como el ahorro que tendrá en el 2020 de impuestos en base a este crédito fiscal.

Cálculo simplificado (en €);

resultado antes de impuestos de 2018¹¹ = 26.996.000

(asumimos un 5% de crecimiento por cada año)

Resultado proyectado antes de impuestos de 2020 = 29.763.090

Resultado proyectado antes de impuestos de 2021 = 31.251.244

¹¹ Utilizo el resultado antes de impuestos de 2018 porque en el de 2019 se tienen en cuenta beneficios no recurrentes (como el de la venta a Merlin Properties de una parte de DCN)

Resultado proyectado antes de impuestos de 2022 = 32.813.806

Total = 93.828.140

*0,25 =23.457.035

4.4.3 Carlos Casado

Carlos Casado es una compañía argentina dedicada a la agricultura, principalmente al desarrollo y operación de terrenos de forma sostenible.

Para la valoración de la participación de GSJ en Carlos Casado (50,4 %) utilizaremos el valor actual de las acciones en el mercado argentino y la evolución del cambio de moneda durante los últimos meses. El valor medio de la capitalización total de Carlos Casado durante los últimos 6 meses se sitúa en torno a los 30 millones de €, lo que teniendo en cuenta el 50,4 % nos daría una valoración final para GSJ de: $30.000.000 * 0.504 = 15.120.000$ €.

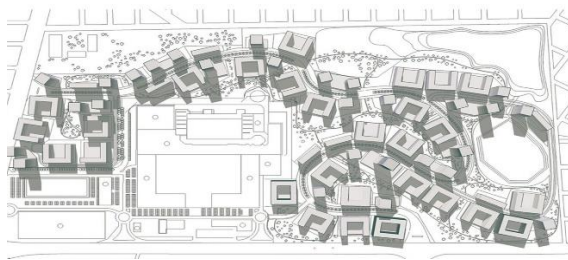
4.4.4 La Tablada

La Tablada se trata de un proyecto urbanístico que se pretende llevar a cabo por Grupo San José, delegándose la gestión, la ingeniería y el proyecto en sí a GSJ Solutions, en colaboración con Guillermo Reynés y Rodrigo Cruz (arquitectos). Más concretamente, se trata de la transformación urbana del Parque Lagos, en La Matanza, Buenos Aires. Sin embargo, su puesta en marcha depende en gran medida del gobierno del país, motivo por el cual la incertidumbre es demasiado alta. Así pues, y a pesar de analizar su valor potencial en un futuro, es más sensato dar por hecho que su valor actual es de 0.

En la siguiente tabla nos encontramos con los principales datos a tener en cuenta para entender la magnitud del proyecto y la enorme influencia que podría tener en la valoración y presencia internacional de GSJ. Por otra parte, es crítico el hecho de que, a diferencia de Madrid Nuevo Norte, GSJ posee en este caso el 100% del proyecto y el impacto que supondría sería mucho más considerable para los números de la empresa.

Superficie de la parcela	1.222.665 m ²
Superficie proyecto Parque Lagos	745.355 m ²
Superficie área comercial	310.534 m ²
Superficie espacios comunes	407.281 m ²
Superficie construida total	1.857.721 m ²
Superficie construida residencial	1.635.946 m ²
Superficie construida comercial	221.775 m ²
Número de viviendas	20.562
Número aparcamientos	20.575
Torres	28
Manzanas	35

En el plano del proyecto, se puede apreciar que se trata de un nuevo concepto de urbanismo que integra residencias, áreas comunes y diferentes tipos de complejos residenciales sin abandonar una esencia innovadora, gracias a los lagos y a la cantidad de espacios verdes que se quieren construir.



Fuente: página web Grupo San José (2020)

En cuanto a la valoración de La Tablada, se puede realizar utilizando dos metodologías diferentes:

1. Venta de los terrenos: el precio de venta de los terrenos durante el 2019 se estimó entre unos 50 y 100 millones de € por la propia compañía durante la reunión de accionistas anual. Así pues, tomando una posición conservadora, podría concluirse que el valor de este activo se situaría en torno a los 75 millones de euros (valor medio entre el rango de precios de venta dados).

2. M²*terreno: Sin embargo, si se produjera una mejora de la situación política y económica en Argentina, las intenciones de GSJ no son las de vender los terrenos, sino la de desarrollar dicho activo de la manera expuesta anteriormente. Partiendo del valor por metro cuadrado de las residencias cercanas a estos terrenos, con características similares, obtenemos un precio por m² de 1432 € (con el tipo de cambio EUR/USD actual: 1,12). Teniendo en cuenta la superficie residencial que se quiere construir (1.635.946 m²) y los 1.432 € de valor por metro cuadrado de los alrededores obtenemos la siguiente valoración: $1.432 * 1.635.946 = 2.342.674.672$ €

A estos 2,342 mil millones de € habría que aplicarles el margen correspondiente de % que resultaría de beneficio para la empresa y también habría que considerar la superficie construida comercial de 221.775 m² y su precio por m². Teniendo solo en cuenta los 2.343.674.672 y aplicándole un margen del 10%, resultaría en un valor de más de 234 millones de €, más de la mitad del valor total de cotización de GSJ en estos momentos, por lo que nos permite analizar el enorme impacto que tendría.

Sin embargo, no procede realizar un análisis más exhaustivo acerca de la valoración de este activo puesto que la incertidumbre y la metodología de valoración conservadora suscitan un valor actual cercano a los 0 €.

4.4.5 Distrito Castellana Norte

Distrito Castellana Norte (en adelante DCN), es un promotor inmobiliario participado por BBVA, Merlin Properties y GSJ. Es necesario hacer hincapié en el hecho de que, hasta finales del 2019, GSJ tenía casi el 25% de DCN. Sin embargo, su operación corporativa de venta de parte de dicha participación a Merlin tiene como objetivo no solo consolidar sus estados financieros, sino buscar un socio industrial que pueda ayudarle a conseguir más proyectos y presencia en el sector inmobiliario.

Empresa	Porcentaje (%)
BBVA	75,50%
Merlin Properties	14,45%
GSJ	10,05%

DCN basa el total de su negocio en torno al derecho de comprar y construir el 60% del terreno de Madrid Puerta Norte, considerado como el proyecto inmobiliario más grande y que tendrá más repercusión de toda Europa en la actualidad.

Para analizar el potencial valor de dicha participación de GSJ es necesario tener en cuenta la superficie total construible: un total de 2.357 millones de metros cuadrados. Se podrán construir oficinas, edificios residenciales, comercios y una nueva estación de tren en Chamartín.

Las cifras estimadas por DCN son 6,8 billones en cuanto a inversión total y 16 billones en cuanto a ingreso esperado, dejando 9,2 billones de € como beneficios potenciales.

El cálculo del valor de la participación de Grupo San José en este proyecto sería aproximadamente de un 10% de 2.000 millones (200 millones), precio basado en las negociaciones que han tenido lugar entre BBVA y Merlin Properties, ya que el segundo está interesado en adquirir una participación mayor en el Proyecto.

Conclusión: estimación sobre el valor actual de GSJ

Para llegar a una cifra final, habrá que sumar la valoración realizada de su negocio principal y de los diversos activos ocultos que ostenta GSJ en cartera.

+ Negocio principal	416.000.000
+ Valor crédito fiscal	23.457.035
+ Carlos Casado	15.120.000
+ La Tablada (criterio conservador)	0
+ Distrito Castellana Norte	200.000.000
+ Net Debt Position (después de la operación con Merlin Properties)	120.000.000
Valor actual estimado de GSJ	666.577.035

Esta es una valoración del peor de los escenarios, por lo que cabe decir que es una empresa con un elevado potencial.

5. IMPACTO DE LA OPERACIÓN MADRID NUEVO NORTE

Para analizar el impacto de la operación de Madrid Nuevo Norte es necesario abordar los distintos ámbitos que se verán afectados por la misma. La forma en que llevaré a cabo este estudio será en primer lugar, analizando el impacto en términos del PIB y VAB, para lo que será necesario tener en cuenta también los datos de generación de empleo. A continuación, analizaré el impacto de esta operación en infraestructuras y transporte público, ya que se articulará una red completa para comunicar los barrios afectados, y por último haré una estimación del impacto del proyecto en los precios de la vivienda.

5.1 Impacto del sector servicios/oficinas en el producto interior bruto/VAB

Para entender cuál es el potencial impacto de Madrid Nuevo Norte en este sector conviene entender cuál puede ser su posible evolución y en qué situación se encuentra en la actualidad, para lo que me guiaré del informe del Ayuntamiento de Madrid sobre el proyecto (2018).

- Actualmente, el impacto económico generada en oficinas supone en Madrid 55.843 millones de euros anuales, un 46,2 % del total de la actividad económica realizada, es decir, un 46,2% del VAB total de Madrid.
- En relación con el ámbito laboral, sin tener en cuenta Madrid Nuevo Norte actualmente_579.873 personas desarrollan su actividad laboral u económica en oficinas, lo que supone un 31,7 % de la población activa.
- Por otro lado, la productividad media en oficinas en la Comunidad de Madrid es de 96.302 €, frente a los 66.004 € de productividad media de la economía en su conjunto. Esta diferencia supone que en la actividad económica la productividad media es hasta un 46% mayor. La productividad es el resultado de dividir el VAB total entre número de trabajadores totales, es decir, la producción de VAB de cada empleado.

Así, para calcular el VAB vamos a relacionar dos variables clave, por un lado, la generación de empleo y por otro lado la productividad por cada afiliado, y para simplificar este análisis tomaré el dato de productividad media en la Comunidad de Madrid.

De esta forma, la estimación de empleo que generará Madrid Nuevo Norte directa o indirectamente es de casi 250.000 empleos (los datos estimados varían entre las estimaciones del Ayuntamiento y las de la empresa Distrito Castellana Norte, pero nos guiaremos por los datos del primero). Sin embargo, esos 250.000 empleos alrededor de 130.000 se generarán durante los años de ejecución, siendo el resto generados por la actividad que comenzará en los barrios nuevos, la mayor parte de la cual será actividad en oficinas.

Para el cálculo y análisis del impacto habrá que distinguir entre el impacto directo (que simplificaremos considerando sólo el empleo en oficinas) el indirecto y el inducido.

Impacto directo:

Para calcular el impacto directo en la economía madrileña asumiremos que se construirán según estimaciones del ayuntamiento de Madrid, al menos 1.200.000 metros cuadrados de superficie en el distrito de negocios. Estimamos además la siguiente cantidad: 13 empleados por metro cuadrado. Así pues, se generarían alrededor de 92.307 empleos directamente. A su vez, esta cifra nos permite aproximar el VAB directo generado teniendo en cuenta la productividad media por trabajador: 8.889.408.000 €, es decir, una cantidad cercana a los 9 mil millones de €.

Esta sería una cifra conservadora, pues habrá otra serie de empleos constantes relacionados con la reactivación de la zona distintos del empleo en oficinas (tales como los pequeños comercios o nuevos empleados en el transporte público).

Impacto indirecto e inducido:

Estos son cálculos muy complejos, por lo que tomaré los datos estimados directamente por el Ayuntamiento de Madrid, relativos al impacto generado por compras realizadas a terceros, o al impacto a consecuencia de la reactivación de la economía y aumento del gasto general de la población.

En este sentido, las estimaciones realizadas en el informe del ayuntamiento de Madrid más reciente sobre el proyecto estiman un VAB de 3.232 millones de € respecto del impacto indirecto.

El impacto inducido, que como he mencionado está mayoritariamente motivado por el gasto realizado por el incremento de las rentas, se estima que generará para la región un VAB de unos 5.398 millones de €.

VAB total:

De este modo, el VAB total que generaría Madrid Nuevo Norte ascendería a 17.517.000.000 €.

5.2 Impacto en las infraestructuras de transporte y movilidad.

La aprobación de Madrid Nuevo Norte tendrá también consecuencias en la demografía madrileña, la movilidad de sus habitantes y en las diferentes infraestructuras de los transportes.

En primer lugar, conviene analizar el gran impacto que tendrá el desarrollo de Madrid Nuevo Norte en la cantidad de viajes realizados al año a la ciudad de Madrid. De los casi 160 millones de viajes que se realizan al año a Madrid capital y a su área metropolitana, se pasarían a cerca de 200 millones de viajes anuales. Este incremento supondría un incremento del 23% y traería consigo la necesidad imperante de adaptar toda la infraestructura de circulación madrileña, de modo que esta se adaptara a las nuevas y exigentes cifras de movilidad. Dicho incremento se puede explicar en mayor medida, por la gran cantidad de espacio de oficinas y comercial que se generará con el desarrollo de Madrid Nuevo Norte ya que este tipo de actividad genera mucho más movimiento que otro tipo de actividades como pueden ser las movidas por residencia.

Asimismo, este incremento en la movilidad hacia Madrid traerá consigo un considerable aumento del tráfico, que se estima se situará entre un 17% y un 25%.

En cuanto a la variación de la población, se estima que se mantendrá estable (en un rango que vaya desde un -14% a un +9%). Lo que decidirá finalmente si la población de la ciudad aumenta o descende será la cantidad de movimientos que se produzcan entre Madrid y otros municipios cercanos. Cabe pensar también que, dado el gran desarrollo que experimentará la ciudad con Madrid Nuevo Norte, la demanda de vivienda subirá, lo que traerá consigo un probable ascenso de los precios y la consecuente huida de aquellos con poder adquisitivo insuficiente. Sin embargo, estos descensos de población serán

compensado con aquellos incrementos provocados por las nuevas necesidades generadas por el proyecto (más oficinas, zonas comerciales, etc.) Así pues, lo normal sería cierta estabilidad en lo que concierne a los cambios de población provocados por MNN, aunque en cualquier caso será algo que veremos en mayor profundidad en otro apartado.

5.3 Impacto del proyecto en los precios del suelo de vivienda del Distrito Castellana Norte.

Una operación del calibre de Madrid Nuevo Norte va a suponer la edificación de más de un millón de metros cuadrados para uso residencial, que se distribuirán entre los distritos de Chamartín (260.000 metros cuadrados) y Valverde (791.000 metros cuadrados), materializándose en un total de 10.507 viviendas.

A fin de medir el impacto de esta construcción vamos a suponer fijas una serie de variables para poder llevar a cabo los cálculos de forma simplificada, sin prever un número excesivo de escenarios;

En primer lugar, supondremos que la población de Madrid se mantiene estática, de forma que a estos efectos los nuevos vecinos proceden de otros barrios de la Comunidad.

La gran superficie del barrio del Goloso desvirtuaba los datos y hacía que el análisis del barrio de Fuencarral no fuera representativo por las elevadas zonas verdes y baja densidad poblacional, de forma que se han omitido esos datos.

El tamaño medio de los hogares es de 2,5 personas, de forma que por la construcción de 10.000 viviendas se prevé un movimiento de 25.000 personas, que en la práctica es un aumento de la densidad de los barrios donde se va a construir, pero seguiría dentro de la media de los distritos de Madrid.

Una vez sentados estos presupuestos la forma de ver si esta construcción supone un verdadero impacto o no es comparando el número de hogares y la densidad poblacional antes de que esta se lleve a cabo y después. De esta forma, si en términos porcentuales existe un incremento significativo en estas variables significará un aumento en la oferta de vivienda y consecutivamente una disminución del precio respecto de la situación anterior en dicho barrio.

2017	Madrid	Chamartín	Barrio Castilla	Fuencarral El Pardo	Valverde
Superficie (Ha.)	60.446	918	216	2.376	898
Densidad (Hab./Ha)	52,7	156,3	76,8	91,7	66,8
Población (Hab.)	3.182.175	143.424	16.598	217.948	60.011
Número de hogares	1.320.531	57.922	6.703	88.018	24.235

Fuente: elaboración propia a partir de datos del Informe de Impacto de MNN elaborado por el Ayuntamiento de Madrid.

2017+ MNN	Madrid	Chamartín	Barrio Castilla	Fuencarral El Pardo	Valverde
Superficie (Ha.)	60.446	918	216	2.376	898
Densidad (Hab./Ha)	52,7	163,3	106,6	100,0	88,6
Población (Hab.)	3.182.175	149.862	23.036	237.527	79.590
Número de hogares	1.320.531	60.522	9.303	95.925	32.142
Tasa de variación	0%	4,5%	38,8%	9,1%	32,6%

Fuente: elaboración propia a partir de datos del Informe de Impacto de MNN elaborado por el Ayuntamiento de Madrid.

Como puede observarse, a pesar de que existirá un impacto en los cuatro barrios descritos, será especialmente significativo en el barrio de Castilla y el de Valverde, porque la variación porcentual en el número de hogares y consecuentemente en la población de los

mismos superará el 30%. En este sentido, estaríamos ante dos escenarios completamente opuestos en función del panorama económico futuro.

En primer lugar, si a pesar de la crisis de pandemia mundial a la que nos enfrentamos el Proyecto de Madrid Nuevo Norte sale adelante, las primeras viviendas comenzarían a acabarse en tres años desde su inicio (Memoria Madrid Nuevo Norte), y este aumento de oferta iría seguido por un aumento de la demanda debido a la regeneración de la zona y apertura de numerosas oficinas. En este escenario los precios experimentarían además del crecimiento progresivo generalizado de la Comunidad de Madrid en esos años, un crecimiento adicional estrechamente relacionado con el número de empleos que se crearán con el levantamiento de oficinas y traslado de sedes empresariales.

Por otro lado, un escenario que no parecía plausible al comenzar este trabajo pero que cada vez parece más evidente es aquel por el que se ralentiza el inicio del proyecto, y a pesar de que las administraciones puedan usarlo como forma de crecimiento y de reactivación de la economía, tiene un periodo relativamente largo de materialización, por lo que no sería una solución a corto plazo ante la inminente crisis. En este sentido, si se acabara manteniendo la construcción de estas viviendas seguramente en el momento de su venta sería un añadido a una previsible sobre-oferta, donde el problema de los alquileres se habrá agravado aún más y la población tenga menor disposición a comprar una vivienda.

Es imposible hablar de cifras ante esta situación, pero sí sugerir estas dos consecuencias para los dos barrios previsiblemente más cambiados según la operación Madrid Nuevo Norte. Ante este contexto he considerado que la mejor solución tendría que ir relacionada con la vivienda pública de alquiler, que es lo que ilustraré en la primera parte de la conclusión.

6. CONCLUSIÓN

A lo largo de este trabajo he desarrollado la situación del mercado inmobiliario en España, poniendo especial atención en la Comunidad de Madrid, a fin de después analizar la acogida que tendría y los efectos de un Proyecto del calibre de Madrid Nuevo Norte. He considerado interesante ver el impacto no sólo a nivel general de precios y reactivación de determinados barrios que van a verse más afectados con esta obra, sino también a nivel específico y por tanto con una posibilidad de medición más precisa, en una empresa concreta; la constructora Grupo San José, no sólo por su participación en la promotora Distrito Castellana Norte, sino por su futuro papel en el desarrollo de Madrid Nuevo Norte.

Como he tenido ocasión de explicar anteriormente, el sector inmobiliario se comporta siguiendo ciclos de altibajos en los precios, algo que no sólo afecta a los precios de la compraventa sino también del alquiler. En este sentido, la crisis económica del 2008 puso de manifiesto una serie de ineficiencias en el mercado de la vivienda, que hoy en día no se han conseguido solventar ya que estamos ante la formación de una segunda burbuja, esta vez en el mercado del alquiler. Por otro lado, al inicio de este trabajo hablábamos de una disminución notable en la tasa de paro, y una reactivación en la concesión de créditos hipotecarios y en general del mercado inmobiliario. Sin embargo, estos datos no tenían en cuenta la crisis del Covid-19, que por desgracia han hecho que las predicciones cambien a peor en prácticamente todos los aspectos.

Así, es evidente que ante la situación actual de incertidumbre es casi imposible dar una valoración concluyente de lo que va a suponer este Proyecto, por lo que he estructurado mi conclusión en torno a dos; en primer lugar, Grupo San José como oportunidad de inversión a nivel particular tras haber analizado la compañía en profundidad y en segundo lugar, aportando una idea con una cara más humana, viendo este proyecto como una oportunidad de ayuda a los colectivos más vulnerables, y por último dando una valoración personal acerca del panorama actual y la inserción de Madrid Nuevo Norte en él.

6.1 Grupo San José como oportunidad de inversión.

Tras haber analizado la situación actual del mercado inmobiliario español, la operación de Madrid Nuevo Norte y la conexión directa que guardo con Grupo Empresarial San José, parece razonable pensar en que las acciones de GSJ se presentan como una gran alternativa de inversión en el medio/largo plazo. Esta afirmación se ve sustentada por varios factores;

En primer lugar, la acción se encuentra en una situación técnica/chartista de ensueño para los inversores enfocados en el largo plazo. Si bien es cierto que la situación en el cortísimo plazo es delicada, en parte por la ruptura de la tendencia alcista de medio plazo y en parte por la inestabilidad generada por la crisis mundial relacionada con el Covid-19, los objetivos técnicos por encima de los 9 € siguen activados y la historia confirma que lo más probable es que se acaben alcanzando.

Por otro lado, la baja capitalización actual se sitúa en torno a los 260 millones de euros si tomamos como referencias sus más de 65 millones de acciones en circulación y su precio de cotización de 4 €. El resultado de nuestra valoración fundamental se sitúa en torno a los 666 millones de euros. Es decir, la potencial revalorización de las acciones supondría un incremento en valor del 156%, situando las acciones por encima de los 10 €. Es esencial recalcar aquí que la valoración realizada ha sido más que moderada, por lo que hasta en el más pesimista de los escenarios debería de ser acertada. Si se hubiera tomado una perspectiva más optimista y se hubiera decidido dar valor a activos cuyo valor real se ha situado en 0, la posible revalorización podría ser mucho mayor.

Finalmente, hay que tener también en cuenta aspectos más intangibles, como lo es la nueva relación surgida entre Grupo San José y el gigante Merlin Properties. El acuerdo pactado entre ambas cotizadas para la adquisición de una parte de Madrid Nuevo Norte puede ser solo el inicio de una gran relación financiera-industrial entre ambos.

6.2 Mi propuesta en relación con Madrid Nuevo Norte-Parque como parque público de alquiler.

Madrid es uno de los municipios más caros para alquilar una vivienda, cuyos precios continúan ascendiendo a ritmo constante de forma trimestral. Expuestas supra las preocupaciones que esta tendencia genera en nuestra población, he considerado que podría ser interesante una propuesta que conectara el mercado del alquiler con la operación de Madrid Nuevo Norte, y dibujar brevemente las líneas de actuación y un escenario que pudiera suponer una solución o al menos un parche a este gran problema. El precio no deja de ser la respuesta al juego de la oferta y la demanda, y por ello considero que en vez de regular el mismo, la alternativa es aumentar la oferta de alquileres para evitar el encarecimiento continuado de éstos.

En ningún momento se ha fijado de forma oficial el número de viviendas que se van a destinar a alquiler en esta macro-obra, ni se ha propuesto la creación de un parque de vivienda pública, por lo que, a pesar de que se ha mencionado la puesta a disposición de viviendas a la Empresa Municipal de Vivienda y Suelo (EMVS) para que promoviera viviendas públicas en alquiler, no se tienen cifras exactas de los porcentajes que se destinarán a dichos arrendamientos.

A principios de este año 2020, la EMVS lanzó la primera remesa de viviendas de alquiler públicas de este año en Madrid, dónde las mensualidades se encuentran en el rango de los 65 a 540€, lo que difiere enormemente del precio medio de la Comunidad, que son 819€. El número de pisos de esta primera convocatoria son 163, mientras que los participantes en este concurso superan las 20.000 personas, y es que, el patrimonio total de viviendas de la MVS asciende a 6.300 viviendas, estando únicamente el 5% libres de adjudicatario (Comunicación de la EMVS, 2020).

Si ya existía un problema muy notorio antes de la crisis sanitaria que vivimos, es evidente que ante la crisis económica venidera van a aumentar los colectivos vulnerables que no puedan tener acceso a una vivienda, no solo en propiedad sino en alquiler.

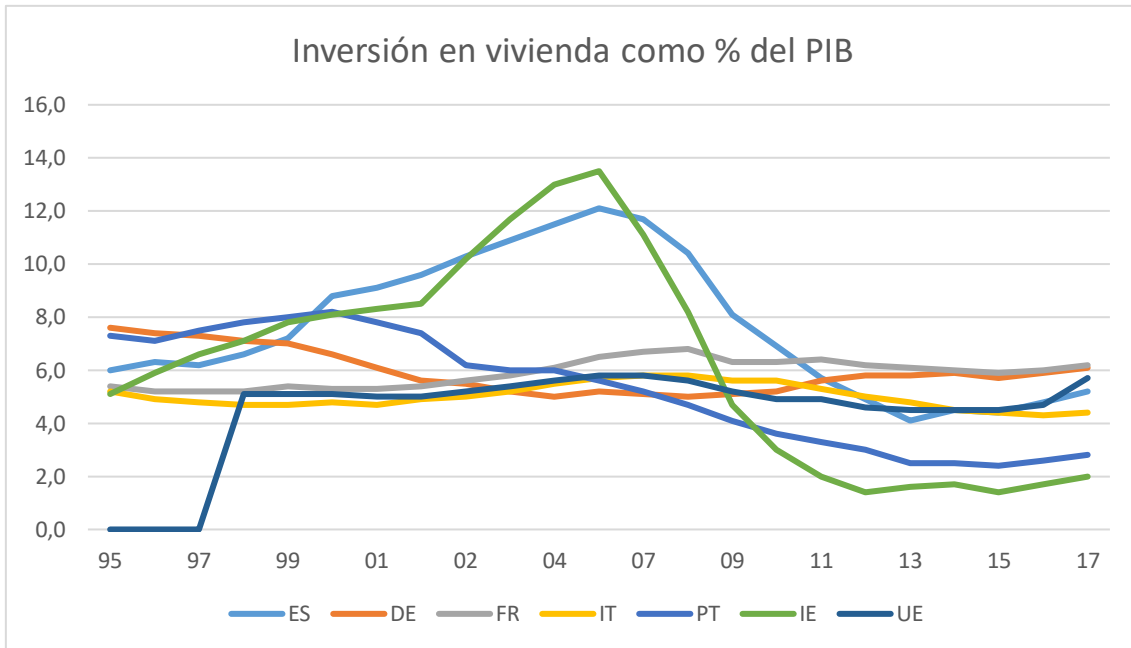
Por ello considero que la propiedad pública de la gran mayoría de los terrenos de Madrid Nuevo Norte es una gran oportunidad para aumentar la oferta de viviendas en alquiler, y sería la respuesta a una de las necesidades actuales de los ciudadanos madrileños. En esta

operación está fijado que 2.520 de las 10.500 viviendas que van a construirse sean de protección oficial, y si estas se dedicaran íntegramente a la creación de un parque público de alquiler sería incrementar las existentes en un 40%, lo que podría suponer una auténtica diferencia para los colectivos vulnerables a los que están destinadas. Incluso si fuera la administración iría un paso más allá y renegociaría una última vez con la empresa Distrito Castellana Norte para aumentar el número de las mismas.

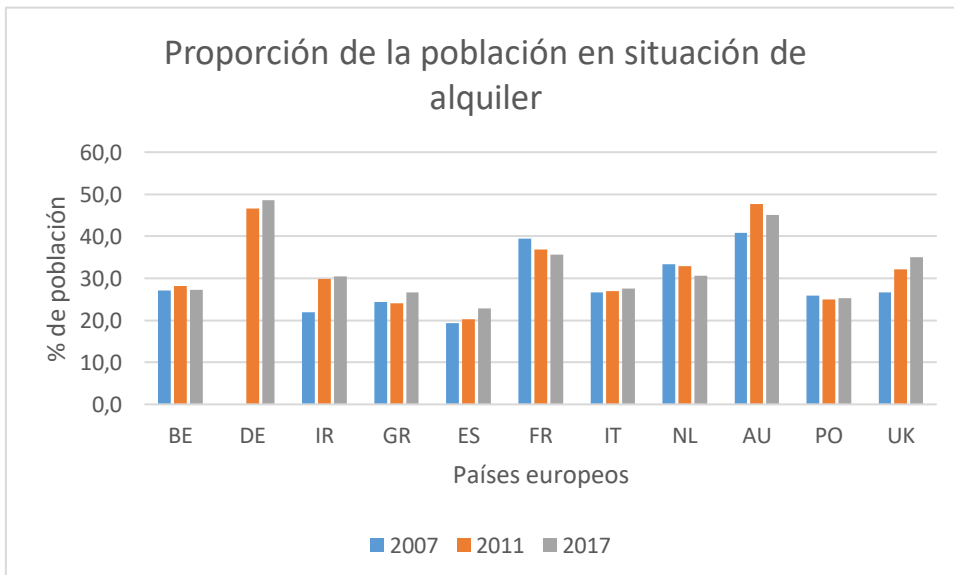
No está claro que el Proyecto pueda llevarse adelante manteniendo las mismas condiciones que se han fijado. Es muy probable que esta crisis no suponga una nueva paralización de Madrid Nuevo Norte, pero sí la introducción de una serie de modificaciones al Proyecto antes de su puesta en marcha. En este sentido, considero que habría que hacer una revisión completa no sólo de la mencionada propuesta de contemplar la posibilidad de crear el Parque de Vivienda Pública de Alquiler, sino de otros aspectos que considero que han cambiado radicalmente.

Como el tiempo de construcción y de materialización final del Proyecto es relativamente extenso, la solución que considero más conservadora pero que a la vez aboca por un crecimiento de Madrid es llevar a cabo un reajuste del número de metros cuadrados de oficinas, de vivienda nueva y de instalaciones a construir que se adapten a la situación venidera y seguir llevándolo a cabo, ya que la creación de empleo y atracción de inversión extranjera es uno de los motores esenciales para reactivar el parón que ha habido en nuestra economía.

ANEXO 1



Fuente: elaboración propia a partir de datos del Banco de España (2018)



Fuente: elaboración propia a partir de datos del Banco de España. (2018)

7. BIBLIOGRAFÍA

Adif. (2020). *Empresas y servicios*. Recuperado de: http://www.adif.es/es_ES/empresas_servicios/empresas_servicios.shtml

Akin, O., García Montalvo, J., García Villar, J., Peydró, J., Raya, J. (Agosto de 2014). The real estate and credit bubble: evidence from Spain. *SERIEs* (2014) 5:223–243. Doi: 10.1007/s13209-014-0115-9

Alonso, N. (29 de julio de 2019). ¿En qué consiste Madrid Nuevo Norte, conocido como la Operación Chamartín? Preguntas y respuestas. *Newtral diario*. Recuperado de: <https://www.newtral.es/en-que-consiste-madrid-nuevo-norte-conocido-como-la-operacion-chamartin-preguntas-y-respuestas/20190729/>

Arazola, M., De Hevia, J., Romero-Jordán, D., Sanz-Sanz, J.F. (2013). Condiciones de oferta y demanda del mercado inmobiliario español e implicaciones para la SAREB. *Cuadernos de información económica*. (253). Recuperado de: http://www.funcas.es/publicaciones/viewarticulo_PDF.aspx?IdArt=21017

Ayuntamiento de Madrid. (2018). *Análisis de Impacto de Madrid Nuevo Norte*. Recuperado de: https://www.madrid.es/UnidadesDescentralizadas/UrbanismoyVivienda/Urbanismo/Desatamos/ficheros/Analisis_impacto_MNN.pdf

Banco de España. (2003). *Análisis del precio de la vivienda en España*. (307). Recuperado de: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSerias/DocumentosTrabajo/03/Fic/dt0307.pdf>

Banco de España. (2019). *Evolución reciente del mercado del alquiler de vivienda en España*. Recuperado de: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/19/T3/descargar/Fich/be1903-art25.pdf>

Barlevy, G. (Septiembre de 2007). Economic theory and asset bubbles. *Economic Perspectives*. Volumen (31), pp 44-59.

Bernardos Domínguez, G. (2009). *Creación y destrucción de la burbuja inmobiliaria en España*. (online). Recuperado de: http://www.revistasice.com/cache/pdf/ICE_850_2340_D61AD153DA611CB998035C2497D74303.pdf

Bofill, R. (1994). Prolongación del Paseo de la Castellana. Proyectos de Ricardo Bofill. Recuperado de: <https://ricardobofill.com/es/projects/prolongacion-del-paseo-de-la-castellana/>

Caballero, F. (23 de enero de 2019). 25 años de contratos secretos de la Operación Chamartín entre Fomento, BBVA y San José. *El Diario*. Recuperado de: https://www.eldiario.es/madrid/papeles-Operacion-Chamartin_0_859164476.html

Carlos Casado. (2020). *Información Financiera*. Recuperado de: <http://www.carloscasadosa.com/informacion-financiera.php>

Casais Padilla, E. (2011). La respuesta a la crisis en la UE: España camino de su “década perdida”. *Problemas del desarrollo*. Volumen (42). Recuperado de: http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0301-70362011000300003

CES (Consejo Económico y social). (2016). *El papel del sector de la construcción en el crecimiento económico: competitividad, cohesión y calidad de vida*. Recuperado de: <http://www.ces.es/documents/10180/3557409/Inf0216.pdf>

CNMV. (2019). *Hecho Relevante Grupo Empresarial San José - Detalle financiación recibida*. (Número de registro: 283271). Recuperado de: <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/DatosEntidad.aspx?nif=A-36046993>

Consejo de la Unión Europea. (2019). *Condiciones para ingresar en la zona del euro: criterios de convergencia*. Recuperado de: <https://www.consilium.europa.eu/es/policies/joining-the-euro-area/convergence-criteria/>

Decreto 344/2006, de 19 de septiembre, de regulación de los estudios de evaluación de la movilidad generada.

Diamond, R., McQuade, T., Qian, F. (2018). The Effects of Rent Control Expansion on Tenants, Landlords, and Inequality: Evidence from San Francisco. *National Bureau of Economics. Volumen* (24181). Recuperado de: <https://www.nber.org/papers/w24181>

Dirección General de Comunicación Ayuntamiento de Madrid. (27 de julio de 2018). *El acuerdo entre el Ayuntamiento de Madrid, el Ministerio de Fomento y la sociedad Distrito Castellana Norte posibilitará el desarrollo del ámbito a partir del próximo año. Nota de Prensa.* Recuperado de: <https://www.grupo-sanjose.com/pdf/Nota-de-Prensa-Ayuntamiento-de-Madrid.pdf>

Distrito Castellana Norte. (2020). Recuperado de: <https://distritocastellananorte.com/>

Doménech, R. (2011). El impacto económico de la construcción. *BBVA Research.* Recuperado de: https://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/111017_Elimpactoeconomicodelaconstruccion_tcm346-272580.pdf

Empresa Municipal de la Vivienda y Suelo. (2020). *El Ayuntamiento recupera 163 pisos en alquiler para sacar la primera oferta de vivienda de 2020.* Recuperado de: <https://www.emvs.es/Comunicacion/Noticias/2020/Paginas/sorteoMarzo1301.aspx>

Estévez, M. (3 de agosto de 2019). La posible reventa de terrenos y otros cambios de la Operación Chamartín que provocaron la denuncia contra 28 de sus responsables. *El Diario.* Recuperado de: https://www.eldiario.es/economia/revender-terrenos-clausulas-Operacion-Chamartin_0_926707536.html

Eurostat (2019). *Estadísticas sobre vivienda.* Recuperado de: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Housing_statistics/es

Fernández Rodríguez, T.R. (2019). *Manual de Derecho Urbanístico.* Pamplona, España: Thomson Reuters, Civitas.

Fotocasa. (2018). *La vivienda en alquiler en España en el año 2018*. Recuperado de: <https://prensa.fotocasa.es/wp-content/uploads/2019/01/InformeAnualAlquiler2018.pdf>

Fotocasa. (2019). *Radiografía del mercado de la vivienda 2018-2019*. Recuperado de: <https://prensa.fotocasa.es/wp-content/uploads/2019/05/Radiograf%C3%ADa-del-mercado-de-la-vivienda-en-2018-2019.pdf>

García Montalvo, J. (1999). *El precio del suelo: La polémica interminable*. IVIE y Universitat de Valencia. Recuperado de: <http://84.89.132.1/~montalvo/vivienda/suelofin.pdf>

García Montalvo, J. (2003). *Burbujas Inmobiliarias*. Recuperado de: http://www.econ.upf.edu/~montalvo/vivienda/articulo_fina_tribunal.doc

García Montalvo, J. (2003). *La vivienda en España: Desgravaciones, burbujas y otras historias*. IVIE, Universitat Pompeu Fabra. Recuperado de: <http://www.econ.upf.edu/~montalvo/wp/pee.pdf>

García Montalvo, J. (2007). *Algunas consideraciones sobre el mercado de la vivienda en España*. *Papeles de Economía Española*. Recuperado de: <http://www.econ.upf.edu/~montalvo/wp/funcas113.pdf>

García Montalvo, J. (marzo/abril 2019). *Cuadernos de Información Económica*. Volumen (269), 11-22. Recuperado de: http://www.funcas.es/publicaciones_new/DownloadPub.aspx?IdRef=3-06269

García Montalvo, J. y Garicano, L. (2009). *El alquiler como solución*. *La Vanguardia*, 18 de octubre de 2009. Recuperado de: <https://www.lavanguardia.com/economia/20190716/463520960882/alquilar-vivienda-espana-ayudas-soluciones-gobierno.html>

Gotham Insights. (2020). *A Snapshot: Grupo Empresarial San José S.A*. Recuperado de: <https://www.scribd.com/document/391055071/A-Snapshot-Grupo-Empresarial-San-Jose-S-A-by-Gotham-Insights>

Grupo San José. (2020). *Accionistas e Inversores: Información Financiera*. Recuperado de: <https://www.grupo-sanjose.com/informacion.php>

Grupo San José. (2020). *Parque Lagos transformación urbana La Matanza, Buenos Aires (Argentina)*. Recuperado de: https://www.grupo-sanjose.com/p_PARQUE-LAGOS-TRANSFORMACION-URBANA-LA-MATANZA--BUENOS-AIRES_8

Grupo San José. (2020). *Presentación, Historia*. Recuperado de: <https://www.grupo-sanjose.com/historia.php>

Guías Jurídicas Wolters Kluwer. *Plan Parcial Derecho Urbanístico*. Recuperado de: https://guiasjuridicas.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAABAEAMtMSbF1jTAAAUNjMwMDtLUouLM_DxbIwMDCwNzAwuQQGZapUt-ckhIQaptWmJOcSoA-GaetjUAAAA=WKE

Instituto de Estudios Económicos. (2014). *El sector inmobiliario en España*. Recuperado de: <https://www.ieemadrid.es/wp-content/uploads/El-sector-inmobiliario-en-Espa%C3%B1a.pdf>

Instituto DM y Ecologistas en Acción Madrid. (2019). *Informe: Evaluación de los efectos de la propuesta Madrid Nuevo Norte (APR 08.03 Prolongación de la Castellana) en las infraestructuras de transporte del área metropolitana de Madrid*. Recuperado de: <https://spip.ecologistasenaccion.org/IMG/pdf/informe-movilidad-madrid-nuevo-norte.pdf>

Lafuente, C. (29 de octubre de 1993). El diseño de Bofill y el dinero de Argenteria ganan la reforma de la estación de Chamartín. *El País*. Recuperado de: https://elpais.com/diario/1993/10/29/madrid/751897493_850215.html

Leal Maldonado, J. (2003) Y el desarrollo universal de la ciudad excluida. *Ciudad y Territorio estudios territoriales*. Volumen (35). Recuperado de: <https://recyt.fecyt.es/index.php/CyTET/article/view/75389/45916>

Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio. (28 de noviembre de 2006). BOE núm. 285.

Lucas Fox International Properties. (2019). *Análisis de Lucas Fox del mercado inmobiliario español, T1-T3 de 2019: Madrid*. Recuperado de: <https://www.lucasfox.es/noticias-y-prensa/2019/11/21/madrid-mercado-inmobiliario-t3-19/>

Madrid Nuevo Norte. (2019). *Madrid Nuevo Norte- Introducción y Contexto*. Recuperado de: <https://distritocastellananorte.com/elproyecto/introduccion-y-contexto//>

Malo de Molina, J. (2001). Los efectos de la entrada de España en la Comunidad Europea. *Banco de España*. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/prensa/intervenpub/diregen/estudios/ficheros/es/estu151001.pdf>

Mazars. (2017). *A return to growth for leading European construction companies*. Recuperado de: <https://www.mazars.es/content/download/920287/47838701/version//file/Construction%20study%202017.pdf>

Medina, M.A. (29 de julio de 2019). Todas las claves para entender la iniciativa urbanística llamada a regenerar la zona junto a la estación de Chamartín. *El País*. Recuperado de: https://elpais.com/ccaa/2019/07/22/madrid/1563797078_332124.html

Merlin Properties. (2020). *La compañía*. Recuperado de: <https://www.merlinproperties.com/quienes-somos/la-compania/>

Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana. (2018). *Estudio informativo del nuevo complejo ferroviario de la estación de Madrid-Chamartín*. Recuperado de: <https://www.mitma.gob.es/ferrocarriles/estudios-en-tramite/estudios-y-proyectos-en-tramite/chamartin>

Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana. (2020). Recuperado de: <https://www.mitma.gob.es/ministerio>

OCDE. (2018). *Estudios Económicos de la OCDE España*. Recuperado de: <https://www.oecd.org/economy/surveys/Spain-2018-OECD-economic-survey-vision-general.pdf>

Raya, J.M., (2012). Una aproximación al impacto económico de la recuperación de la deducción por la compra de la vivienda habitual en el IRPF. *Observatorio de divulgación financiera. Volumen (6)*. Recuperado de: https://www.iefweb.org/wp-content/uploads/2019/01/recuperacion_deducción_compra_vivienda_irpf.pdf

Real Decreto Legislativo 7/2015, de 30 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Suelo y Rehabilitación Urbana. Ministerio de Fomento. BOE núm. 261. (31 de octubre de 2015).

Real Decreto-ley 7/2019, de 1 de marzo, de medidas urgentes en materia de vivienda y alquiler. Jefatura del Estado. BOE núm. 55. (5 de marzo de 2019)

Rodríguez Asensio, D. (17 de diciembre de 2017). La construcción entra en recesión técnica: luces y sombras del sector que anticipó la crisis. *Libremercado*. Recuperado de: <https://www.libremercado.com/2020-02-17/daniel-rodriguez-asensio-construccion-recesion-luces-sombras-crisis-vivienda-pisos-burbuja-90012/>

RR de Acuña y Asociados. (2018). *Anuario estadístico del mercado inmobiliario español 2018*.

RR de Acuña y Asociados. (2017). *Anuario estadístico del mercado inmobiliario español 2017*.

Sanz., E. (23 diciembre de 2019). Nueva era en la vivienda, Adiós al “boom” de precios y riesgo de caídas en Barcelona y Costa del Sol. *El Confidencial*. Recuperado de: https://www.elconfidencial.com/vivienda/2019-12-23/vivienda-residencial-especial-inmobiliario-gurus_2370228/

SEPE (Servicio Público de Empleo Estatal). (2019). *Informe del Mercado de Trabajo Estatal*. Recuperado de:

http://www.sepe.es/contenidos/observatorio/mercado_trabajo/3267-1.pdf

Sevilla, A. (2016). Ley de oferta y demanda. *Economipedia*. Recuperado de: <https://economipedia.com/definiciones/ley-de-oferta-y-demanda.html>

Sobrini, P. (1 de octubre de 2004). Hablemos claro sobre la Operación Chamartín. *El ABC*. Recuperado de: https://www.abc.es/espana/madrid/abci-hablemos-claro-sobre-operacion-chamartin-200410010300-9623922593972_noticia.html?ref=https%3A%2F%2Fwww.google.com%2F

Tinsa. (2020). *El precio de la vivienda en España*. Recuperado de: <https://www.tinsa.es/precio-vivienda/>

Ugalde, R. (15 de junio de 2017). Propuesta final en 'Operación Chamartín': habrá 13.000 viviendas e iniciativa pública. *El Confidencial*. Recuperado de: https://www.elconfidencial.com/empresas/2017-06-15/operacion-chamartin-acuerdo-final-13-000-viviendas-gestion-publica_1399581/

Ugalde, R. (27 de julio de 2017). Operación Chamartín: cronología de 25 años de trabas y negociaciones. *El Confidencial*. Recuperado de: https://www.elconfidencial.com/empresas/2017-07-27/operacion-chamartin-cronologia_1421516/