



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

**ATRACTIVO FINANCIERO DE LA  
INVERSIÓN INMOBILIARIA EN ESPAÑA.  
LAS SOCIMIS COMO VEHICULO  
INVERSOR.**

Autor: Juan García-Mochales Ruigómez

Director: Natalia Cassinello Plaza

Madrid

Marzo 2015

## ÍNDICE DE CONTENIDO

RESUMEN .....	5
ABREVIATURAS.....	7
1. INTRODUCCIÓN .....	8
A) Objetivos.....	9
B) Metodología y estructura del trabajo.....	9
2. EL SECTOR INMOBILIARIO ESPAÑOL .....	12
A) Relevancia del sector en nuestra economía.....	12
B) La burbuja inmobiliaria .....	13
C) El sector inmobiliario en la actualidad .....	16
C.1. Evolución y revalorización del precio de la vivienda .....	17
C.2. Evolución y revalorización del precio de las oficinas .....	22
C.3. La rentabilidad de los arrendamientos de viviendas.....	25
C.4. La rentabilidad de los arrendamientos de oficinas .....	27
D) Macro magnitudes en la economía española.....	30
3. LA RENTABILIDAD INMOBILIARIA.....	35
A) Variables explicativas de la volatilidad de las rentabilidades inmobiliarias .....	35
A.1. Variables próximas al mercado de activos financieros .....	35
A.2. Variables alejadas del mercado de activos financieros.....	39
B) Riesgos en las inversiones inmobiliarias.....	41
C) Causas de invertir en inmuebles.....	44
C.1. Rendimientos inmobiliarios en relación con otros activos .....	44
C.2. Carácter diversificador de la inversión en inmuebles .....	47
4. VEHÍCULOS DE INVERSIÓN EN INMUEBLES EN ESPAÑA .....	54
A) Sociedades Anónimas cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario.....	54
A.1. Definición y origen .....	54
A.2. Principales características de las SOCIMIs .....	56
A.3. El atractivo régimen tributario de las SOCIMIs .....	57
A.4. Las SOCIMIs como vehículo de inversión. Naturaleza y Rendimientos .....	59
B) Principales vehículos de inversión .....	61
B.1. Inversión directa e indirecta en inmuebles.....	62
B.2. Inversión indirecta en inmuebles. Sociedades cotizadas inmobiliarias .....	64
C) Sumario de conclusiones alcanzadas.....	65

D) Recomendación de Inversión .....	66
5. CONCLUSION .....	67
6. ANEXO .....	73
7. BIBLIOGRAFÍA .....	73

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gáfico 1. Evolución PIB interanual (%) y ciclos del sector inmobiliario (nº de viviendas). .....	15
Gáfico 2. Evolución Precios medios vivienda (€/m2) en España.....	18
Gáfico 3. Evolución Precios medios vivienda (€/m2) en España.....	19
Gáfico 4. Evolución Precios ponderados de la vivienda en España y su tendencia. ....	21
Gáfico 5. Evolución Precios medios de las oficinas en Madrid (€/m2). ....	23
Gáfico 6. Evolución Precios medios de las oficinas en Barcelona (€/m2). ....	23
Gráfico 7. Evolución del volumen de inversión total en oficinas (€). Madrid y Barcelona. ....	24
Gáfico 8. Evolución Rentas medias de las vivienda en Madrid y Barcelona (€/m2). ....	26
Gáfico 9. Rentas de las oficinas en las principales ciudades de Europa (4T13 y 4T14).....	27
Gráfico 10. Variación semestral (%) de las rentas de las oficinas de Madrid y Barcelona.....	28
Gáfico 11. Evolución de las hipotecas (nº) y de la tasa anual de morosidad (%). ....	31
Gráfico 12. Evolución interanual del PIB y de la tasa de desempleo (%). ....	32
Gráfico 13. Evolución interanual del Euribor a 3 meses en el primer valor de cada año (%). ....	32
Gáfico 14. Evolución de la inversión inmobiliaria de extranjeros (eje izquierdo) y de la compraventa de viviendas (eje derecho). ....	33
Gáfico 15. Demanda de la vivienda usada y nueva. Perspectiva de futuro. ....	34
Gráfico 16. Rendimiento por tipología de activos (incluido el Ibex-35).....	45
Gráfico 17. Rendimiento por tipología de activos (excluido el Ibex-35). ....	45
Gáfico 18. Frontera eficiente de una cartera con/sin inversiones en REITs. ....	48
Gáfico 19. Rendimiento del Ibex-35 (crecimientos anuales) y del mercado de la vivienda (%). 60	
Gáfico 20. Rendimientos medios de los REITs y de los mercados continuos (1972-2009/2003). 61	

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. PIB a precios de mercado y sus componentes. Precios corrientes. ....	12
Tabla 2. PIB a precios de mercado y sus componentes. Precios corrientes .....	13
Tabla 3. Situación de las rentas de las oficinas de Madrid y Barcelona.....	29
Tabla 4. Estilos de inversión y rentabilidad inmobiliaria.....	37
Tabla 5. Diferencias entre el mercado inmobiliario y financiero.....	40
Tabla 6. Impacto de los REITs en la frontera eficiente de una cartera de inversión.....	49
Tabla 7. Correlación media entre inmuebles situados en EEUU (2005-2008).....	50
Tabla 8. Correlación media de inmuebles situados en las principales regiones del mundo. ....	51
Tabla 9. Correlación media de inmuebles en América, Asia y Europa.....	52
Tabla 10. Correlación media de inmuebles situados en los principales países europeos. ....	52
Tabla 11. Número total de REITs existentes en países europeos (2009).....	55
Tabla 12. Elementos en los que puede/no puede invertir una SOCIMI.....	56
Tabla 13. Elementos patrimoniales con permanencia en la SOCIMI (por ley).....	57
Tabla 14. Diferencias entre las inversiones en sociedades inmobiliarias cotizadas y las inversiones directas.....	62
Tabla 15. Revalorización de las SOCIMIs y del Ibex-35 (agosto 2014- febrero 2015).....	64

## **RESUMEN**

Este estudio analiza, desde una perspectiva inversora, la situación actual del mercado inmobiliario español y los principales vehículos existentes para desarrollar una inversión inmobiliaria, concluyendo que, nos encontraríamos en un momento aconsejable para invertir en dicho sector. Esta conclusión se apoya en las perspectivas de crecimiento existentes en el mercado inmobiliario español, el carácter diversificador de riesgos y la buena rentabilidad esperada en comparación con otros activos financieros.

En este contexto el gobierno introdujo en nuestro ordenamiento la ley 11/2009, de 26 de Octubre, a través de la cual se dio forma y sentido a una nueva estructura societaria destinada a dinamizar el mercado inmobiliario, facilitar su acceso a los ciudadanos y generar una rentabilidad estable en el inversor. Esta estructura societaria, denominada SOCIMI, es un vehículo que consideramos altamente recomendable para conducir las inversiones de minoristas en este sector y nos ha llevado a concluir este análisis con una recomendación de compra sobre ellas. Para ello, ha sido necesario estudiar las ventajas y desventajas de la SOCIMI frente a las alternativas de inversión directa y en otras sociedades inmobiliarias cotizadas.

**Palabras clave:** sector inmobiliario, inversión directa e indirecta, rentabilidad, riesgo, REIT, SOCIMI, Ley 11/2009, revalorización, precio, renta, crisis financiera, crecimiento, volatilidad inmobiliaria, diversificación.

## **ABSTRACT**

This report analyses, from an investment perspective, the current situation of the Spanish real estate market and the main financial vehicles that a particular could use to invest in this sector. We have concluded that Spain is facing an advisable situation for investing in its real estate sector, as a result of the positive prospects of this market, its diversifier character and the profitability that it offers in comparison to other financial assets.

In this context, the government adopted the law 11/2009 of October 26 and introduced a new corporate structure in order to reactivate the real estate market, facilitate its access to particulars and encourage the profitability of general investors. We consider that this corporate structure, SOCIMI, is a really interesting financial vehicle for managing investments in this sector. Our report, after having compared the advantages and

disadvantages of SOCIMIs against direct investments and other listed real estate firms, concludes by giving “buy” recommendations on SOCIMIs.

**Key Words:** real estate sector, direct and indirect investment, profitability, risk, REIT, SOCIMI, Law 11/2009, revaluation, price, rent, financial crisis, growth, volatility, diversification.

## ABREVIATURAS

<b>SOCIMI</b>	Sociedad Anónima Cotizada de Inversión en el Mercado Inmobiliario
<b>REIT</b>	Real Estate Investment Trust
<b>IPV</b>	Índice de Precios de la Vivienda
<b>BE</b>	Banco de España
<b>VPO</b>	Vivienda de Protección Oficial
<b>TIR</b>	Tasa Interna de Rentabilidad
<b>IPC</b>	Índice de Precios al Consumo
<b>JLL</b>	Jones Lang LaSalle
<b>NCREIF</b>	Nacional Council of Real Estate Investment Fiduciaries
<b>FMI</b>	Fondo Monetario Internacional
<b>FEI</b>	Fundación de Estudios Inmobiliarios
<b>INE</b>	Instituto Nacional de Estadística
<b>ST</b>	Sociedad de Tasación
<b>IPD</b>	Investment Property Databank
<b>IIC</b>	Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria
<b>FII</b>	Fondos de Inversión Inmobiliarios
<b>SII</b>	Sociedades de Inversión Inmobiliarias
<b>IRPF</b>	Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas
<b>IS</b>	Impuesto de Sociedades
<b>IRNR</b>	Impuesto sobre la Renta de No Residentes
<b>ITP/AJD</b>	Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados
<b>EPRA</b>	European Platform of Regulatory Authorities
<b>CBD</b>	Central Business District

## 1. INTRODUCCIÓN

Actualmente, España se encuentra en una fase de recuperación económica tras haber sufrido la profunda crisis del año 2008 cuyos efectos devastadores sobre las economías y familias se han extendido a nivel mundial.

Uno de los sectores más perjudicados por esta gran recesión ha sido el inmobiliario. Se puede observar como el precio medio de la vivienda ha sufrido una caída del 32% en menos de seis años, alcanzando valores próximos a los del año 2002 (datos obtenidos a partir de las bases de datos del INE y de la Sociedad de Tasación).

Para comprender el impacto de la caída del sector inmobiliario en la economía española, es necesario detallar su relevancia en el marco global económico. El peso del sector de la construcción en la economía española osciló alrededor del 6-9% del PIB español en el periodo 1995 a 2004, pasando a representar aproximadamente un 11% del PIB de nuestra economía en el periodo 2005-2007 (momento de máximo apogeo del sector inmobiliario. Se pasa a “2 dígitos” de PIB). Por otra parte, si atendemos al sector inmobiliario en su conjunto (no sólo al sector de la construcción) y empleamos los datos utilizados por el poder legislativo en el preámbulo de la ley 11/2009 reguladora de las SOCIMIs, podemos concluir que dicho sector llegó a representar algo más del 16 % del PIB español.

Del mismo modo, durante aquellos años de máxima expansión del sector inmobiliario se terminaron alrededor de 600.000 viviendas al año que, como es lógico, no pudieron ser absorbidas por la demanda existente (a partir del boletín anual del año 2012 del Ministerio de Fomento: “Observatorio de vivienda y suelo”).

Desde una perspectiva inversora, es necesario destacar como la inversión inmobiliaria ha estado históricamente presente en la mente de los inversores como fuente de diversificación (de carteras de activos) y de rentabilidad, al generar:

- flujos de caja continuos, fruto de su arrendamiento, e
- importantes márgenes de beneficio, optimizando el momento de su desinversión.

En definitiva, los indicativos que actualmente muestra el mercado inmobiliario unido a la aparición de una novedosa figura societaria, la SOCIMI, hace preciso analizar el atractivo de dicho mercado en la actualidad (finales del año 2014, principios del año 2015) y conocer cuáles son los principales vehículos existentes para invertir en inmuebles.

## **A. Objetivos**

El presente trabajo fin de grado está centrado en el estudio del atractivo financiero de la inversión inmobiliaria en España, realizada por particulares, en la actualidad (año 2015).

El objetivo es doble, por una parte, analizar si las variables económicas y condiciones del mercado actuales son las adecuadas para recomendar comprar este tipo de activos. Por otra parte, surge la necesidad de estudiar los diferentes vehículos financieros capaces de desarrollar dicha inversión. En concreto, se analiza si las SOCIMIs, figuras societarias de reciente creación en España, son más atractivas que el resto de alternativas.

Para alcanzar el objetivo, es necesario estudiar, en primer lugar, la idoneidad de la inversión inmobiliaria en la actualidad española en términos de rentabilidad y eficiencia para los particulares y, en segundo lugar, analizar los principales vehículos de inversión que se pueden emplear para invertir en este tipo activos. Del mismo modo, se debe estudiar el atractivo financiero/fiscal de las SOCIMIS así como sus riesgos y limitaciones operativas. Esta figura societaria fue introducida en el mercado español con la aprobación de la Ley 11/2009 de Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario, establecida con el fin de impulsar y dinamizar dicho sector.

Se parte de la hipótesis de que el momento actual es el idóneo para invertir en este tipo de activos y que las SOCIMIs pueden ser un vehículo atractivo. El presente trabajo establece para poder responder a este objetivo una metodología de análisis del sector y de los instrumentos que permitan tomar una decisión hoy, a la vez que poder replicarlo en el futuro para la toma de decisiones posteriores en el tiempo.

## **B. Metodología y estructura del trabajo**

Con el fin de alcanzar los objetivos perseguidos en el presente trabajo y, poder concluir si las variables económicas y condiciones del mercado actuales son las adecuadas para recomendar comprar activos inmobiliarios, se ha realizado un profundo análisis del sector inmobiliario español.

En primer lugar, se ha revisado la información pública existente a través de las principales bases de datos del sector inmobiliario español e informes elaborados por empresas del sector, así como los estudios de grandes consultoras inmobiliarias.

Del mismo modo, se han tenido en cuenta los informes sectoriales actualizados publicados por entidades financieras y empresas explotadoras de inmuebles. En concreto, las fuentes se basan en estudios del Banco de España, Fondo Monetario Internacional, bancos nacionales (BBVA, Bankinter y Bankia) y las bases de datos del Instituto Nacional de Estadística, Sociedad de Tasación, Idealista y Fotocasa.

A partir del estudio de esta información pública, he identificado las principales variables relacionadas con la inversión inmobiliaria. Así, he analizado la situación histórica y actual de los precios y las rentas de las viviendas y oficinas del mercado inmobiliario español.

Por otra parte, para analizar las SOCIMIs como vehículo inversor del sector inmobiliario, se resume y analiza la ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se aprueba dicha figura societaria. A partir del anterior análisis, se compara la institución de la SOCIMI con las principales alternativas existentes en la legislación española.

#### La estructura del trabajo es la siguiente:

En primer lugar, se realiza una introducción sobre el estado de la cuestión durante la burbuja inmobiliaria del año 2008 y la relevancia del sector inmobiliario en la economía española actual.

A continuación, el trabajo se divide en dos partes: En la primera de ellas, recogida en los capítulos dos y tres, se estudia la situación actual del mercado inmobiliario y las características de toda inversión inmobiliaria. En la segunda parte, desarrollada en el capítulo cuatro, el análisis se centra en el estudio de la Ley 11/2009 de 26 de octubre, reguladora de la novedosa figura societaria (SOCIMI) y en su comparación con otras alternativas de inversión existentes.

En relación con su estructura interna, el trabajo se divide en cinco apartados distintos:

En el primero de ellos, se desarrolla la introducción establecida anteriormente.

En el segundo capítulo, se analiza la situación del sector inmobiliario en el año 2014-2015 a través de las variables “precio” y “renta” en los mercados de oficinas y viviendas, así como las principales macro magnitudes que influyen de forma sustancial en dichos mercados.

En el tercer capítulo, se analiza el binomio riesgo-rentabilidad existente en toda inversión inmobiliaria y se exponen las principales causas por las que se invierte en dicho sector.

En el cuarto capítulo, se realiza un estudio comparativo sobre los principales vehículos de inversión inmobiliarios existentes en la legislación española. El análisis se centra en el estudio de la SOCIMI, novedosa figura societaria introducida en nuestro sistema a partir de la Ley 11/2009, de 26 de octubre, para su comparación con las alternativas de inversión inmobiliarias existentes.

Finalmente, en el último capítulo, se recogen las principales conclusiones extraídas a partir de los análisis realizados y se procede a dar una recomendación actual de inversión, que permite concluir la idoneidad de la inversión inmobiliaria en España y, particularmente, de las SOCIMIs como vehículos de inversión.

## 2. EL SECTOR INMOBILIARIO ESPAÑOL

### A. Relevancia del sector en nuestra economía

La economía española siempre ha estado íntimamente ligada al sector inmobiliario y a la construcción, expandiéndose dicho sector a través del aumento de la demanda y las facilidades de financiación cuando la economía crece, y resintiéndose el mercado inmobiliario cuando la economía se contrae.

Durante los últimos 30 años, la **inversión residencial** incrementó su relevancia en la economía global española. Así, a mediados de los años 90 dicha inversión suponía un porcentaje superior al 5% del PIB, pasando a representar en el año 2007 un 7,4%. Este desarrollo económico trajo consigo un gran número de puestos de trabajo ya que, del número total de empleos creados durante el periodo 1990- 2007, el 23% procedía de dicho sector.<sup>1</sup>

El peso del **sector de la construcción** en la economía española osciló alrededor del 6-9% del PIB español en el periodo 1995 a 2004, pasando a representar aproximadamente un 11% del PIB durante el periodo 2005-2007 (años de máximo apogeo del sector inmobiliario. Se pasa a “2 dígitos” de PIB).

Por otra parte, si analizamos la relevancia del **sector inmobiliario en su conjunto** y empleamos los datos utilizados por el poder legislativo en el preámbulo de la ley 11/2009 reguladora de las SOCIMIs, podemos concluir que dicho sector llegó a representar algo más del 16 % del PIB español.

Tabla 1. PIB a precios de mercado y sus componentes. Precios corrientes.

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Agr, ganadería y pesca	4,2	4,7	4,6	4,4	4,0	4,0	3,9	3,6
Energía	3,6	3,5	3,3	2,9	2,6	2,5	2,4	2,4
Industria	16,6	16,7	17,0	16,9	16,7	16,4	16,0	15,3
<b>Construcción</b>	<b>6,9</b>	<b>6,6</b>	<b>6,5</b>	<b>6,7</b>	<b>7,1</b>	<b>7,5</b>	<b>8,1</b>	<b>8,6</b>
Servicios	60,9	60,5	60,2	60,2	60,1	60,1	60,4	60,8
Imp netos sobre los productos	7,8	8,0	8,4	8,9	9,5	9,5	9,2	9,3
<b>PIB PRECIOS MERCADO</b>	<b>100,0</b>							

<sup>1</sup> BBVA RESEARCH, *El impacto económico de la construcción y de la actividad inmobiliaria*, 2011.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Agricultura, ganadería y pesca	3,6	3,3	2,9	2,5	2,6	2,4
Energía	2,4	2,4	2,5	2,4	2,4	2,6
Industria	14,7	14,2	13,8	13,5	13,2	13,0
<b>Construcción</b>	<b>9,0</b>	<b>9,6</b>	<b>10,3</b>	<b>10,8</b>	<b>10,6</b>	<b>10,4</b>
Servicios	60,6	60,5	60,0	59,9	60,9	63,1
- Servicios de mercado	47,6	47,5	47,0	47,0	47,7	49,2
- Servicios de no mercado	13,0	13,0	13,0	12,9	13,2	13,9
Imp netos sobre los productos	9,7	10,0	10,5	10,9	10,3	8,5
<b>PIB A PRECIOS DE MERCADO</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Fuente: Elaboración propia en base a la Contabilidad Nacional de España (INE).

Tabla 2. PIB a precios de mercado y sus componentes. Precios corrientes

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Construcción</b>	105.326	109.192	113.190	106.503	87.526	74.177	60.779	55.070
<b>PIB p.mercado</b>	1.007.974	1.080.807	1.116.207	1.079.034	1.080.913	1.075.147	1.055.158	1.049.181
<b>Estructura porcentual</b>	<b>10,45%</b>	<b>10,10%</b>	<b>10,14%</b>	<b>9,87%</b>	<b>8,10%</b>	<b>6,90%</b>	<b>5,76%</b>	<b>5,25%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a la Contabilidad Nacional del Banco de España (BE).

Analizando las dos tablas anteriores, destacamos la correlación existente entre la evolución de la economía nacional y el sector inmobiliario. Podemos apreciar su progresiva reducción a partir del año 2009 como consecuencia de la crisis económica, años en los que el sector de la construcción pasó a representar porcentajes sobre el PIB español cercanos al 5%.

## B. La burbuja inmobiliaria

Antes de analizar las principales causas y consecuencias de la burbuja inmobiliaria de los años 2006-2007, es necesario estudiar el carácter cíclico de la evolución de este sector. Estas oscilaciones cíclicas se encuentran recogidas en la mayoría de economías mundiales con mayor o menor impacto (en función de la importancia de la actividad inmobiliaria).

La principal consecuencia de encontrarnos con un sector cíclico se relaciona con la dificultad que conlleva realizar comparaciones. No se pueden desarrollar estudios comparativos relativos a datos inmobiliarios sin tener en cuenta las fases en las que se encuentra el sector (creciente, regresivo, caída de producción...).

Podemos resumir la evolución del sector inmobiliario en cuatro grandes fases<sup>2</sup>:

- Periodo 1960-1974. Se corresponde con un momento **expansivo** del sector inmobiliario. Las cifras de construcción que se alcanzaron en este periodo, no se volvieron a recoger hasta la entrada de la década de los 90.
- Periodo 1974-1984. Nos encontramos ante un periodo de **crisis inmobiliaria** con tasas de crecimiento negativas causadas principalmente por la destrucción de empleo y de empresas del sector.
- Periodo 1985-1990. Etapa de **expansión** generalizada del sector, impulsada principalmente por la integración de España en la Unión Europea y la fuerte actividad inversora en infraestructuras que esta conllevó.
- Periodo 1991-1993. Dentro de este periodo, es necesario destacar la **recesión** económica sufrida en España durante dichos años que desencadenó un proceso recesivo sobre el sector inmobiliario.
- Periodo 1994-2006. Se corresponde con el último **“boom” inmobiliario**. Dicho sector experimentó crecimientos anuales superiores al 5%.

Es necesario destacar la relación existente entre los ciclos de la economía española y del sector inmobiliario, ya introducida en el anterior epígrafe. La evolución del PIB marca la tendencia del sector en su conjunto. Como es lógico, cuando las familias e inversores tienen mayor capacidad/facilidad adquisitiva, aumenta la demanda de viviendas y viceversa. Del mismo modo, si existe un mayor interés por el sector inmobiliario, la actividad de la construcción se potenciará.

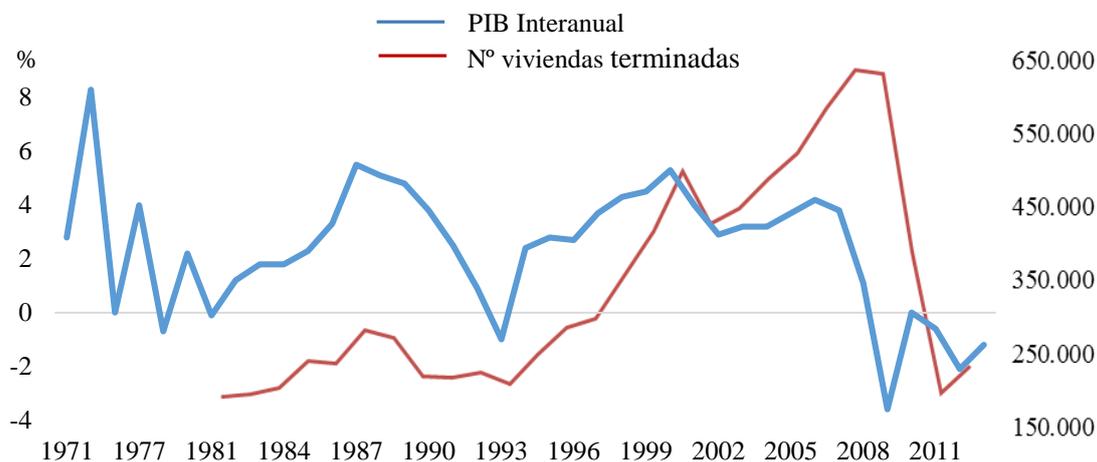
Esta relación la podemos ver reflejada en el gráfico que se muestra a continuación en donde se aprecia perfectamente esa tendencia “retrasada” de los ciclos inmobiliarios ante la evolución de la economía en su conjunto.

---

<sup>2</sup> CUADRADO ROURA, J., LOPEZ MORALES, J. *El sector construcción en España: análisis, perspectivas y propuestas* 2009.

Los ciclos inmobiliarios han sido elaborados a partir del **número de viviendas terminadas** en España (durante el periodo 1982-2011) que es una buena manera de representar la evolución de la construcción en su conjunto.

Gáfico 1. Evolución PIB interanual (%) y ciclos del sector inmobiliario (nº de viviendas).



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial (World Bank).

Una vez analizadas las diferentes fases del ciclo inmobiliario en España, nos centraremos en la última burbuja inmobiliaria para determinar cuáles fueron los **principales factores que desencadenaron la recesión** de 2007-2008<sup>3</sup>:

- La facilidad de acceso al crédito y el incremento de la renta per cápita. En primer lugar, nos encontramos con una serie de **factores macroeconómicos** que permitieron a los particulares adentrarse en el mercado inmobiliario “con muy pocas restricciones al respecto”. Así nos encontramos con bajos tipos de interés y grandes facilidades de acceso al crédito. Todo ello estuvo unido a un incremento generalizado de la renta per cápita.
- Los incentivos a la inversión en el sector. En segundo lugar, las **medidas legislativas** impulsadas en esos años tuvieron una gran repercusión en el desarrollo del sector inmobiliario. Las políticas de vivienda iniciadas en torno a 1995, fomentaron la inversión inmobiliaria a través de las cuentas de ahorro

<sup>3</sup> FUENTES CASTRO, D., *Rentabilidad de la inversión en vivienda, apalancamiento y especulación*, Zaragoza, 2009.

vivienda, las desgravaciones fiscales y la expansión de las viviendas de protección oficial.

- La tradición de la compra versus el alquiler. En tercer lugar, la mentalidad tradicional española respecto a la propiedad de la vivienda jugó un papel muy importante. La sociedad española observaba la situación con un absoluto positivismo y la adquisición de viviendas garantizadas por hipotecas era una práctica muy habitual. Se entendía que la compra de la vivienda era mejor opción que el alquiler (82% españoles prefieren un régimen de propiedad frente alquiler, según estudios del Banco de España)
- Inversión alternativa y segura. La inversión inmobiliaria se consideraba una buena alternativa a la inversión en Bolsa u otros activos financieros a largo plazo.

El resultado de esta situación se tradujo en un crecimiento generalizado de la demanda de viviendas (estimulada principalmente por la financiación ofrecida) que no pudo ser absorbida por la oferta existente. De esta manera, los precios de los inmuebles se elevaron hasta niveles insostenibles y los numerosos compradores potenciales empezaron a reducir su interés sobre un mercado con perspectivas decrecientes. Durante el año 2007, la tendencia alcista se quebró y la drástica reducción de la demanda supuso la “explosión” de la burbuja inmobiliaria. España se encontraba en un momento en el que las principales promotoras inmobiliarias poseían parques importantes de viviendas sin vender y de suelo sin promocionar, todo ello adquirido a unos precios altísimos, que el mercado no iba a poder absorber ya que, como consecuencia de la crisis económica, la demanda había caído y la financiación a cualquier precio había desaparecido, de forma que lo que parecía impensable ocurrió: **el precio de los inmuebles estaba bajado.**

### **C. El sector inmobiliario en la actualidad**

En el presente epígrafe vamos a analizar la situación inmobiliaria actual para poder concluir si nos encontramos en un buen momento para afrontar inversiones inmobiliarias en el mercado español. Este análisis es de vital importancia ya que responde al primer objetivo planteado en el trabajo: **corroborar el atractivo de la inversión inmobiliaria en el contexto actual.**

El análisis del sector inmobiliario español se realiza desde una perspectiva de inversión y, por ello, es fundamental conocer las variables que determinan su rentabilidad.

Atendiendo al método de valoración de activos de “descuentos de flujo de caja”, se han seleccionado las variables “precio” y “renta” como principales indicadores de rendimiento ya que el primero de ellos marca las cuantías de desembolso inicial/final (precio de compra / precio de venta) y, el segundo, los flujos de fondos operativos de cada periodo<sup>4</sup>.

$$\text{DFC: Valor actual flujos futuros} = \text{Inv. Inicial} + \sum ((\text{Flujos futuros} / (1+i)^n)$$

Para analizar el atractivo actual de la inversión inmobiliaria, es necesario acotar el término “mercado inmobiliario” ya que dentro del mismo encontramos numerosos tipos de activos (viviendas, oficinas, locales comerciales o industriales) con comportamientos diferentes en el mercado. No obstante, se ha centrado el análisis en el estudio de la situación de los precios y de las rentas derivadas de viviendas y oficinas, ya que entendemos que las conclusiones obtenidas para las oficinas son extensibles a los locales comerciales o industriales.

Por consiguiente, el análisis queda estructurado de la siguiente manera:

- Evolución y revalorización del precio de las viviendas
- Evolución y revalorización del precio de las oficinas
- Rentabilidad de los arrendamientos de viviendas y oficinas

### **C.1. Evolución y revalorización del precio de la vivienda**

La situación del precio de las viviendas determinará, en gran medida, en que parte del ciclo inmobiliario nos encontramos actualmente. Si nos encontramos en la parte de depresión-recuperación, con macro magnitudes como el PIB, consumo o empleo en tendencia alcista, podremos hablar de momento adecuado de inversión.

Vamos a abordar este estudio desde dos perspectivas diferentes:

- La primera de ellas se centrará en la evolución histórica del ciclo inmobiliario para entender de dónde venimos y dónde estamos actualmente y,

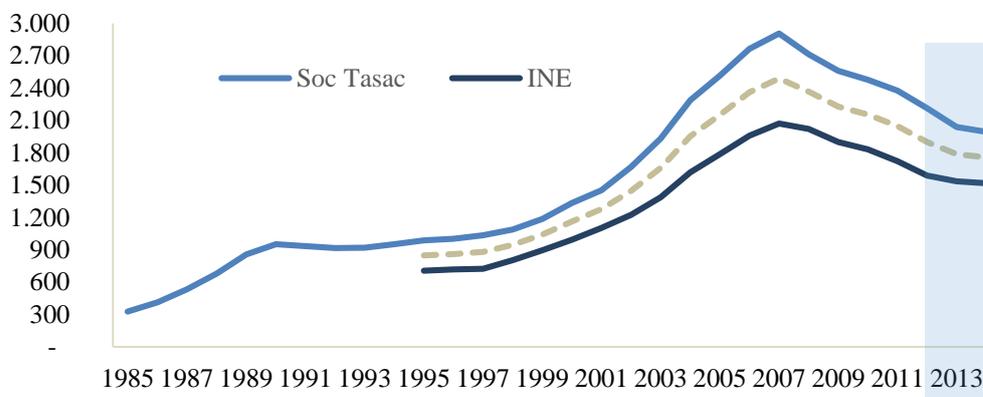
---

<sup>4</sup> Método de valoración aceptado por grandes economistas. Destacamos el libro de Brealey Myers Allen: *Principios de finanzas corporativas*. (Ver Anexo I como ejemplo práctico)

- la segunda de ellas tratará de estimar la tendencia a largo plazo del sector inmobiliario.

Para analizar la primera perspectiva (de dónde venimos y dónde estamos), es necesario observar la **evolución del precio de la vivienda** a través de los datos facilitados por los principales centros estadísticos que estudian el sector inmobiliario: el Instituto Nacional de Estadística (INE) y la Sociedad de Tasación (ST). Estos datos son utilizados por otras Instituciones (Banco de España, Ministerio de Fomento) y entidades financieras (Bancos y analistas particulares) para elaborar sus informes trimestrales o anuales.

Gáfico 2. Evolución Precios medios vivienda (€/m<sup>2</sup>) en España.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE y Sociedad de Tasación.

A través del presente gráfico, podemos observar la **subida generalizada de precios** que se produjo durante el periodo de expansión inmobiliaria (1995-2006) cuyas principales causas ya han sido analizadas anteriormente. Del mismo modo, es importante destacar la fuerte caída de los precios de las viviendas sufrida desde el año 2007 hasta la actualidad. Esta caída representa una disminución del 35% aproximadamente y nos sitúa en valores próximos a los de 2002-2003.

Para examinar la segunda perspectiva (tendencia sector), se ha centrado el análisis en el estudio de diferentes opiniones elaboradas por expertos inmobiliarios. Los resultados son los siguientes:

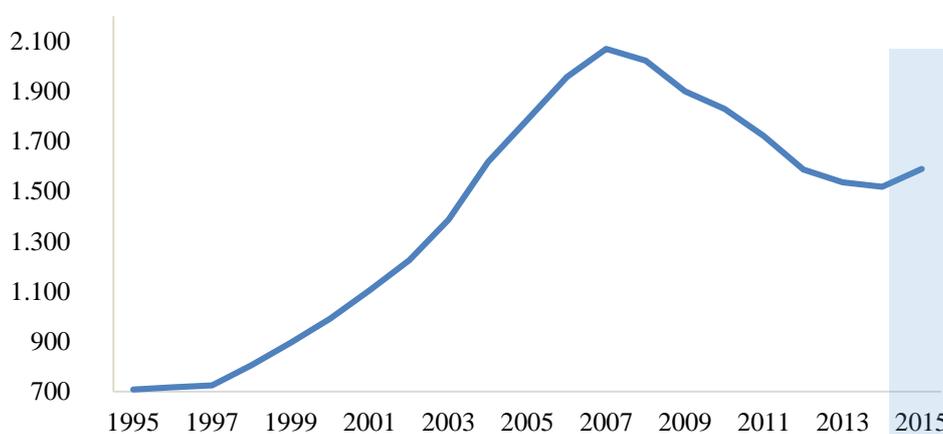
- El equipo de analistas inmobiliarios de Bankinter entendió, ya en Julio del año pasado, la existencia de un “*cambio de tendencia hacia una etapa de recuperación*” y se pronunciaron a favor de la **reactivación del sector**. Dicha

reactivación iba a ser gradual y lenta, alejándose de anteriores tendencias en donde los crecimientos fueron exponenciales.

Las razones de esta recuperación gradual se relacionaron con los altos niveles de desempleo, el descenso de la población residente y un stock de vivienda sobredimensionado.

Dentro del estudio elaborado por los analistas<sup>5</sup>, encontramos un gráfico donde se representa la evolución de precios de la vivienda en España (€/m<sup>2</sup>) junto con una estimación (proyección) para los próximos años.

Gáfico 3. Evolución Precios medios vivienda (€/m<sup>2</sup>) en España.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bankinter.

- El área de estudios inmobiliarios de Bankia realizó un estudio en Mayo de 2014 titulado *Situación y perspectivas del mercado de la vivienda en España*.

Bankia relacionó el panorama global del mercado de la vivienda con un avance progresivo y una **mejora generalizada** impulsada por la demanda nacional y extranjera.

Como en el caso anterior, los resultados del estudio se postularon a favor de una situación actual de transición y cambio de tendencia gradual, condicionada por los altos niveles de desempleo y el actual stock de viviendas.

<sup>5</sup> BANKINTER, *Punto de inflexión en el sector inmobiliario. ¿Una oportunidad para invertir?* 2014.

- La Sociedad de Tasación, a través de su informe anual del mercado inmobiliario español de 2014, determinó que el sector comenzaba a mostrar los primeros síntomas de recuperación.

Esta visión positiva se vio plasmada en las palabras de Juan Fernández-Aceytuno, director general de Sociedad de Tasación, quien manifestó que *“la nota predominante durante 2014 ha sido la estabilidad de los precios de la vivienda aunque con oscilaciones al alza y a la baja en forma de dientes de sierra. Pero si analizamos los datos de los últimos seis trimestres, lo que vemos es que los precios de las viviendas en España han tocado suelo”*.

Del mismo modo, como en los casos anteriores, se descartó la posibilidad de sufrir una subida de precios a corto plazo ya que el mercado hipotecario debería recuperar su normalidad previamente.

- El Banco de España, dentro de su informe anual de proyecciones de la economía española de 2014, llegó a la misma conclusión que los estudios anteriores: **estamos ante un punto de inflexión**.

Podemos recalcar esta conclusión en las palabras del pasado mes de enero pronunciadas por José Luis Malo de Molina, director del Servicio de Estudios del Banco de España, quien habló de cambio de ciclo: *“Estamos en una situación de estabilización del mercado inmobiliario”* y el ajuste *“está tocando su final”*.

- La fundación de Estudios Inmobiliarios (FEI), a través de una conferencia impartida por su presidente Julio Gil, concluyó que el mercado inmobiliario español se encontraba en un **momento esperanzador**. Del mismo modo, fueron unánimes en establecer un repunte progresivo en el tiempo<sup>6</sup>.
- El área de estudios inmobiliarios de BBVA estimó la existencia de evidencias sobre la subida de precios de la vivienda y la relativa **estabilidad** existente en el mercado inmobiliario español.<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup> Datos obtenidos a partir de periódicos digitales de actualidad (economista, confidencial)

<sup>7</sup> BBVA RESEARCH *Situación actual de España*. Cuarto trimestre del 2014.

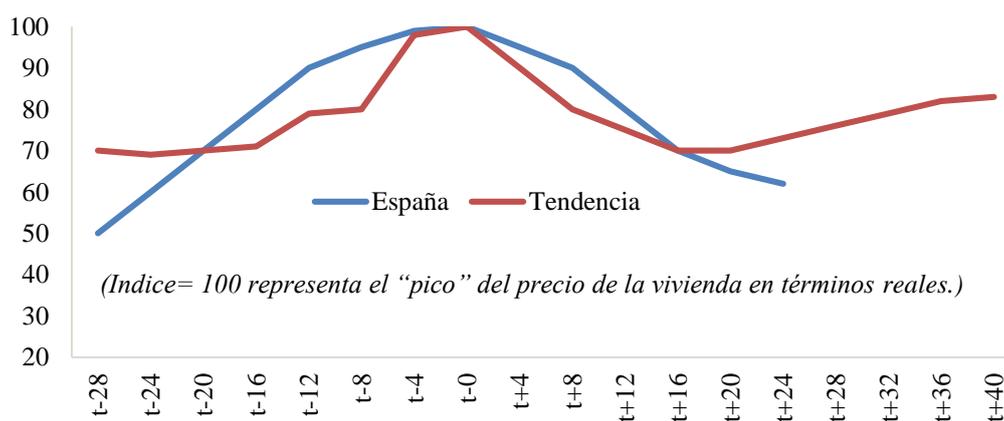
Sus resultados hacían especial hincapié en la creciente concesión de crédito a las operaciones de adquisición de vivienda de los hogares.

- El Fondo Monetario Internacional (FMI) elaboró un informe sobre la situación económica y del mercado inmobiliario en Dinamarca, Irlanda, España y Holanda.<sup>8</sup> Todos estos países se encuentran ubicados en un entorno económico e institucional similar, aunque España e Irlanda han sufrido una mayor caída en el sector inmobiliario.

El resultado de su estudio mostraba cómo los precios de las viviendas de dichos países habían llegado al **punto de inflexión** o estaban a punto de ello. Del mismo modo, el FMI, no aclaraba en su artículo la dirección que tomará el sector en los próximos años dada la incertidumbre existente en los mercados actuales.

Podemos observar este punto de inflexión o cambio de tendencia inminente a partir del gráfico elaborado por los analistas del FMI, en donde se representa la evolución de los precios de las viviendas y el comportamiento que los precios deberían haber tomado y deberán tomar en el futuro. Esta previsión se elaboró a partir de los datos históricos de la vivienda en España.

Gáfico 4. Evolución Precios ponderados de la vivienda en España y su tendencia.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI.

<sup>8</sup> INTERNATIONAL MONETARY FUND Multi-country report. Housing recoveries: cluster report on Denmark, Ireland, Kingdom of the Netherland-the Netherlands, and Spain 2015

- El Instituto Nacional de Estadística (INE) elabora un informe trimestral en el que recoge el Índice de Precios de la Vivienda (IPV) y su evolución en toda España.

Dicho índice está elaborado a partir de los precios de las viviendas (oferta-demanda de mercado) y las ponderaciones de cada tipología de vivienda según el valor de compra.

A pesar de que no estemos ante un análisis directo del precio de la vivienda, es interesante observar como dicho índice (IPV) ha sufrido un **crecimiento** durante los últimos tres trimestres de 2014.

## **C.2. Evolución y revalorización del precio de las oficinas**

El estudio de los precios de las oficinas no es necesario abordarlo desde dos perspectivas diferentes, como en el mercado residencial, ya que las principales consultoras inmobiliarias encargadas de estudiar el mercado de oficinas realizan informes trimestrales en donde recogen la evolución histórica del ciclo y estiman su tendencia a largo plazo. A pesar de ello, debemos focalizar el estudio ya que no podemos analizar todo el mercado español de oficinas de forma global al existir grandes diferencias entre localidades geográficas. De esta manera, nos vamos a centrar en las principales zonas de interés de Madrid y Barcelona, ciudades que cuentan con el mayor volumen de compra y explotación de oficinas de España<sup>9</sup>.

Los resultados obtenidos son los siguientes:

- El informe del último trimestre del año 2014 de BNP Paribas Real Estate<sup>10</sup>, destaca el aumento de la contratación en el mercado de oficinas de Barcelona, el cual ha superado todos los registros de 2014. La zona céntrica (CBD- Central Business District) es la que mayor interés ha generado para los inversores (35% de la contratación). La reducción de la disponibilidad de oficinas en Barcelona va a provocar **un cambio de tendencia en los precios** de dichos activos en el medio plazo.

Por otra parte, en el mercado de oficinas de Madrid, únicamente se ha producido ese aumento de contratación en la zona céntrica (CBD). Esta reducción en la

---

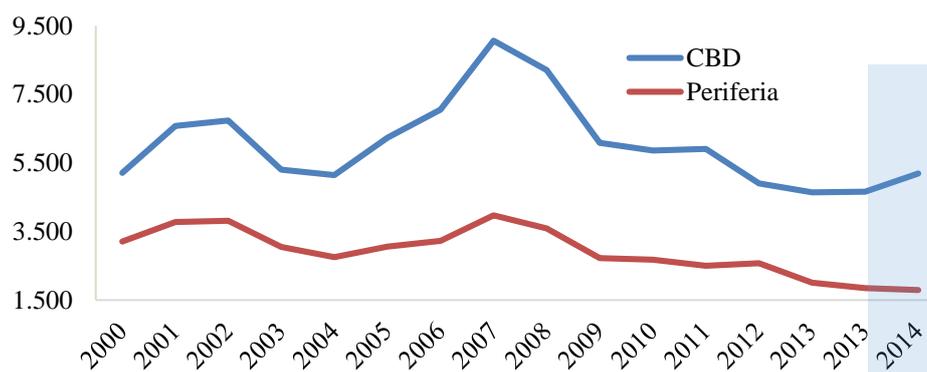
<sup>9</sup> Datos obtenidos a partir de las consultoras inmobiliarias Colliers Internacional, JLL, BNP Paribas, Cushman & Wakefield y Knight Frank.

<sup>10</sup> BNP PARIBAS REAL ESTATE *Informe de mercado. Oficinas Madrid y Barcelona* 4º trimestre 2014.

disponibilidad de espacio de oficina no se ha llegado a alcanzar en la periferia de la ciudad.

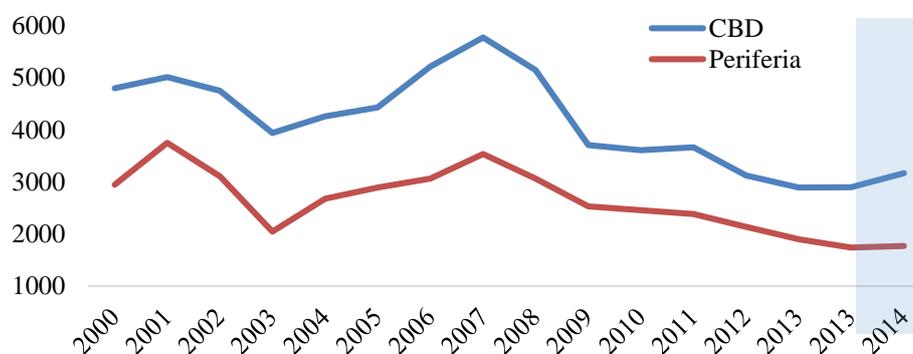
- Atendiendo al estudio de la consultora Aguirre Newman elaborado a finales del año 2014 sobre el mercado de inversión inmobiliario en Madrid y Barcelona<sup>11</sup>, podemos comprobar como el nivel de precios (€/m<sup>2</sup>) se sitúa en mínimos históricos, después de haber disminuido aproximadamente un 50% sobre los valores previos a la crisis. Del mismo modo, la consultora inmobiliaria determinó que el **cambio de tendencia de los precios** de oficinas en Madrid y Barcelona ya se está produciendo.

Gáfico 5. Evolución Precios medios de las oficinas en Madrid (€/m<sup>2</sup>).



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Aguirre Newman.

Gáfico 6. Evolución Precios medios de las oficinas en Barcelona (€/m<sup>2</sup>).



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Aguirre Newman.

<sup>11</sup> AGUIRRE NEWMAN Informe de mercado. Oficinas Madrid y Barcelona 4º trimestre 2014.

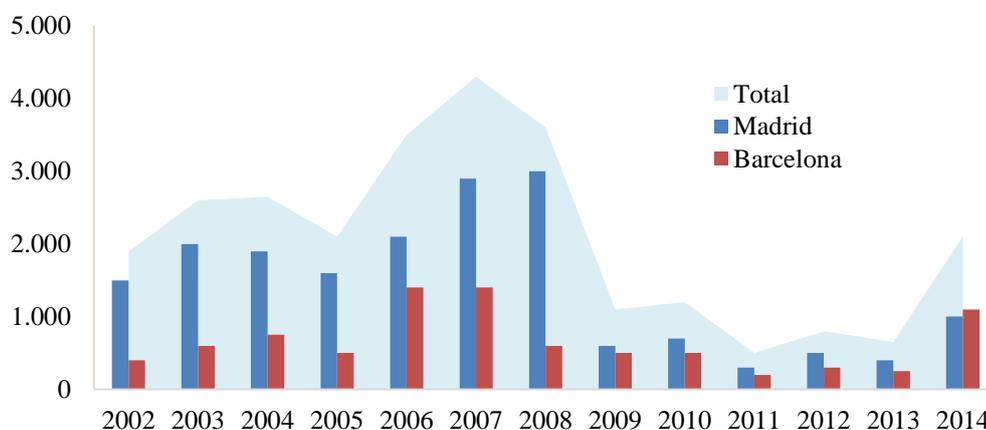
Podemos observar la gran diferencia existente entre los precios de las oficinas en el centro de las ciudades de Madrid y Barcelona y en la periferia. Como es lógico, a mayor proximidad del núcleo empresarial, los precios son superiores.

Del mismo modo, es importante observar el inicio del cambio de la tendencia de los precios de las oficinas en ambas ciudades.

- La consultora Jones Lang LaSalle, a partir del informe elaborado en el año 2014 sobre la inversión en oficinas de Madrid y Barcelona<sup>12</sup>, analiza la situación de la oferta y de la demanda para llegar a una conclusión sobre la tendencia de precios. De esta manera, JLL concluyó que se está produciendo una corrección paulatina de los precios ya que el incremento de demanda de oficinas (protagonizada por inversores extranjeras y SOCIMIs) se contrapone a una oferta estable y constante.

Podemos observar el incremento de la demanda a partir de la evolución del volumen total de inversión en oficinas en Madrid y Barcelona:

Gráfico 7. Evolución del volumen de inversión total en oficinas (€). Madrid y Barcelona.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de JLL.

Una vez analizadas las principales opiniones de los expertos en el sector inmobiliario, podemos observar la nota común en todas ellas: **estamos ante un punto de inflexión en la caída de precios de los precios de las viviendas y oficinas.**

<sup>12</sup> JLL Informe de mercado. Oficinas Madrid y Barcelona 4º trimestre 2014.

Es importante destacar dicho matiz. No estamos ante un crecimiento generalizado de los precios de dichos inmuebles ni ante un periodo de expansión del ciclo inmobiliario, simplemente nos encontramos en el final de la caída, punto que debería marca el inicio de un nuevo ciclo o etapa económica.

Desde el punto de vista inversor, estamos ante una conclusión muy importante. **Dicho punto de inflexión representa, en principio, un momento aconsejable para la compra de inmuebles ante la perspectiva de posteriores subidas esperadas de los precios.**

Finalmente, debemos hacer una breve reflexión acerca de la incertidumbre existente en la conclusión alcanzada. Es cierto que las opiniones recogidas determinan que nos encontramos en un punto de inflexión en el precio de las viviendas y oficinas, pero esto no asegura que hayan dejado de caer definitivamente. Por ello, es necesario tener presente la idea de ciclo económico y recordar el gran potencial de crecimiento existente entre una fase de depresión y otra de expansión.

De esta manera, aunque no podamos concluir que estamos en el punto exacto del cambio de tendencia, hay que asumir que estamos en el final de la fase de depresión del ciclo inmobiliario y, en el caso más negativo, el recorrido decreciente que pudieran tener los precios a corto plazo deberán compensarse con el recorrido alcista posterior que claramente deberá alcanzarse a medio / largo plazo.

### **C.3. La rentabilidad de los arrendamientos de viviendas**

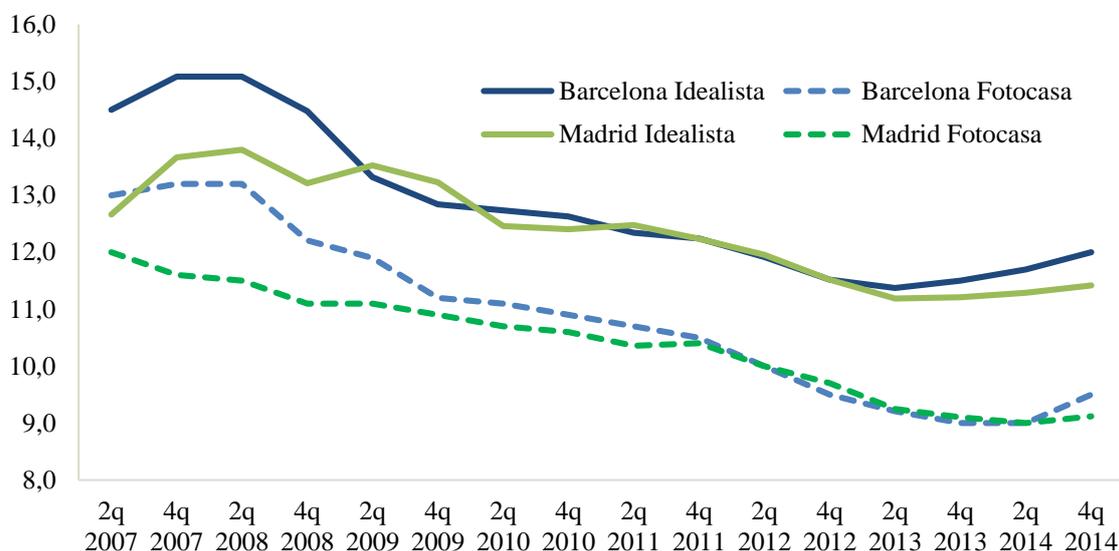
Resulta fundamental conocer la situación histórica y actual de las rentas para poder determinar si nos encontramos en un momento idóneo para explotar las viviendas adquiridas por parte de los inversores.

En este sentido se ha acudido a las redes/fuentes inmobiliarias que manejan grandes muestras de datos relacionadas con el mercado de alquiler de viviendas. FOTOCASA e IDEALISTA son de las mejores bases de datos para estudiar esta variable al tratarse de webs especializadas en el alquiler de viviendas por particulares.

La variable “renta de alquiler” no presenta grandes interpretaciones por parte de expertos como ocurría anteriormente con el “precio de la vivienda”. Por esta razón, a partir de la evolución histórica y de las opiniones establecidas por los principales portales inmobiliarios, deberemos sacar conclusiones personales.

Podemos ver la evolución de las rentas de las viviendas en Madrid y Barcelona a partir del siguiente gráfico:

Gáfico 8. Evolución Rentas medias de las vivienda en Madrid y Barcelona (€/m2).



Fuente: Elaboración propia en base a datos de idealista y fotocasa.

Es necesario comentar la diferencia de valor existente entre ambas fuentes de datos. Las bases de IDEALISTA recogen en su web el histórico de transacciones en el centro de las ciudades de Madrid y Barcelona, mientras que FOTOCASA se centra en los datos de toda la provincia, ampliando el rango de su muestra y reduciéndose su valor medio (el extrarradio presenta valores inferiores de renta).

Podemos extraer una serie de conclusiones a partir del anterior gráfico:

- A pesar de existir una **diferencia entre las dos bases de datos** relativas a la renta media por metro cuadrado en Madrid y Barcelona, la evolución histórica y la tendencia seguida por dicha variable es la misma en los dos casos.
- Se puede apreciar el **efecto negativo que tuvo la crisis de 2008** sobre las rentas de Madrid y Barcelona. Una caída total aproximada del 25% (promedio) en menos de seis años.
- Destacamos la **desaceleración de la caída** de las rentas durante el año 2014. Año de inflexión en el sector inmobiliario.

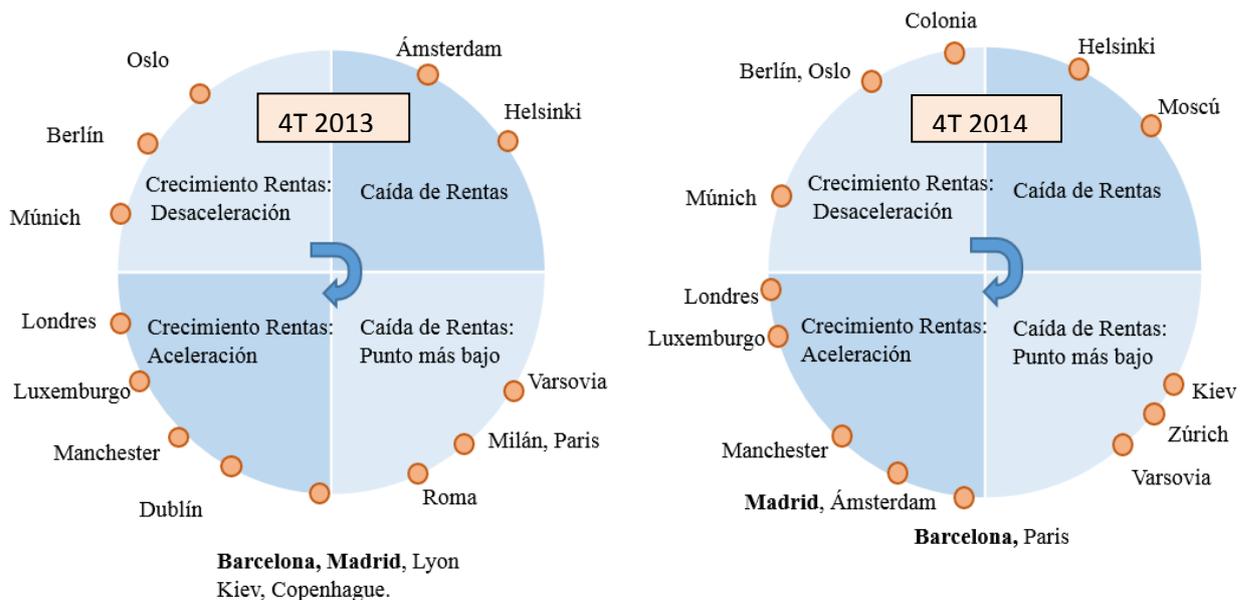
- Apreciamos una **leve mejora del valor medio de las rentas** de alquiler en ambos mercados.

#### C.4. La rentabilidad de los arrendamientos de oficinas

El estudio de las rentas pagadas por los inquilinos en oficinas situadas en Madrid y Barcelona, se va a desarrollar a partir de los informes desarrollados por las principales consultoras inmobiliarias (como ya hicimos anteriormente en el análisis de precios).

- Jones Lang LaSalle (JLL) elabora un informe trimestral muy interesante en donde incluye la evolución de las rentas de las oficinas en las principales ciudades de Europa<sup>13</sup>.

Gáfico 9. Rentas de las oficinas en las principales ciudades de Europa (4T13 y 4T14).



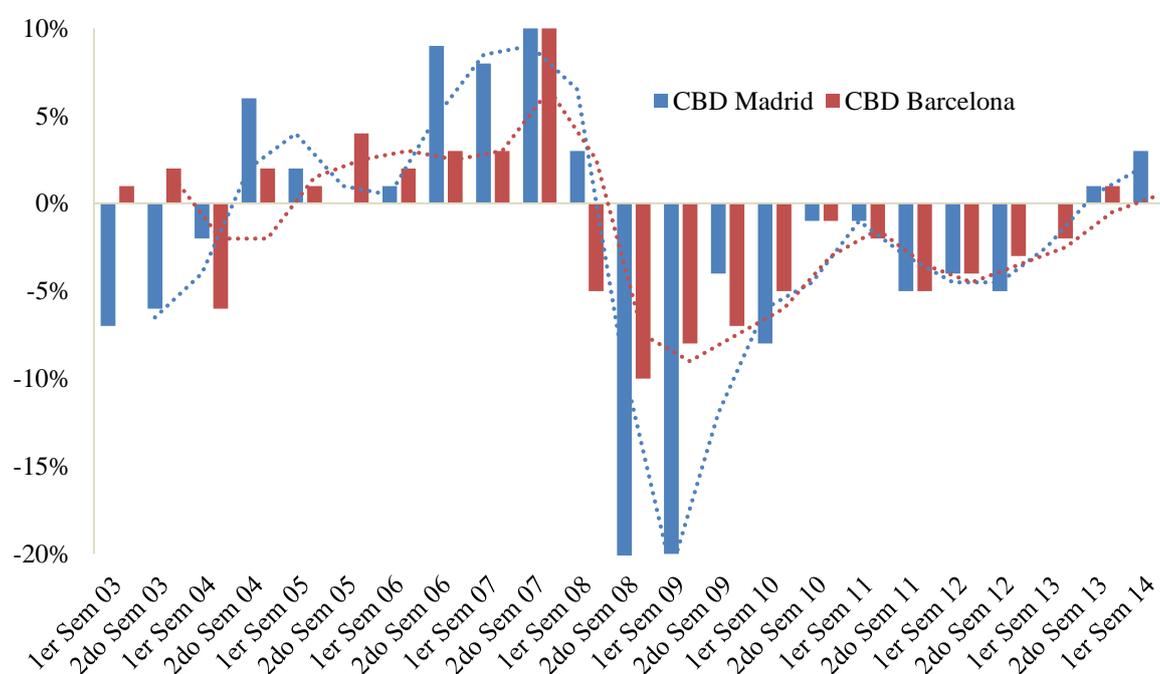
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la consultora inmobiliaria JLL.

A partir del gráfico anterior, podemos observar una **evolución positiva** de las rentas en las oficinas de Madrid y Barcelona. Dichas rentas han pasado de encontrarse en el punto más bajo en el año 2013 (decrecimiento), a situarse actualmente en el cuadrante de crecimiento acelerado.

<sup>13</sup> JLL European Office Property Clock 4º Q 2014

- Atendiendo al estudio de la consultora Aguirre Newman elaborado a finales del año 2014 sobre el mercado de inversión inmobiliario en Madrid y Barcelona<sup>14</sup>, podemos comprobar como el nivel de rentas está mostrando signos de **recuperación (cambio de tendencia)**. Este cambio de tendencia se relaciona únicamente con los centros de negocios de ambas ciudades, ya que, en sus zonas descentralizadas existen altos porcentajes de disponibilidad.

Gráfico 10. Variación semestral (%) de las rentas de las oficinas de Madrid y Barcelona



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la consultora Aguirre Newman.

- Colliers International, coincide con las anteriores consultoras al estimar una **tendencia creciente en las rentas** de las oficinas de las zonas céntricas de Madrid y Barcelona (CBD). Podemos observar su opinión a partir de la siguiente tabla extraída de su informe anual del año 2014<sup>15</sup> sobre la situación inmobiliaria de las oficinas en las principales ciudades de Europa:

<sup>14</sup> AGUIRRE NEWMAN Informe de mercado. Oficinas Madrid y Barcelona 4º trimestre 2014.

<sup>15</sup> COLLIERS INTERNACIONAL. Office Snapshot. EMEA. 4º Q 2014.

Tabla 3. Situación de las rentas de las oficinas de Madrid y Barcelona.

Ciudad	Renta CBD	Cambio 6 meses	Cambio anual	Tendencia
Barcelona	18 €/m2	2,9%	2,9 %	△
Madrid	25 €/m2	2,0%	3,1%	△

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la consultora Aguirre Newman.

- BNP Paribas Real Estate, a partir del informe sobre el mercado de oficinas elaborado el último trimestre del año 2014<sup>16</sup>, mostró esta **misma tendencia creciente** en las rentas de oficinas situadas en los centros de la ciudad (CBD) de Madrid y Barcelona. Del mismo modo, determinó que la existencia de una alta tasa de disponibilidad de oficinas en zonas descentralizadas, impide la corrección actual de las rentas de dichas oficinas

Una vez analizada la evolución histórica de dichas rentas y contrastados los resultados con la opinión de las principales consultoras del sector inmobiliario, podemos extraer la siguiente conclusión: **estamos ante un punto de inflexión en la caída de las rentas de las viviendas y oficinas**. En relación a las rentas de las oficinas de Madrid y Barcelona, es necesario matizar la divergencia de resultados existente en función del área en el que nos encontremos, siendo el centro empresarial (CBD), la zona donde se está experimentando una mayor evolución.

Desde el punto de vista inversor, nos encontramos ante una conclusión muy importante. **Dicho punto de inflexión representa, en principio, un momento aconsejable para la explotación de viviendas y oficinas (principalmente en el centro de Madrid y Barcelona) ante la perspectiva de posteriores subidas esperadas de las rentas.**

La tendencia indica que los inversores percibirán más ingresos y mejorarán sus tasas internas de rentabilidad (incremento de los flujos de caja positivos que serán descontados) ya que, mediante las revisiones contractuales periódicas, las rentas de los inquilinos deberán ser actualizadas a precios de mercado.<sup>17</sup>

<sup>16</sup> BNP PARIBAS REAL ESTATE *Informe de mercado. Oficinas Madrid y Barcelona* 4º trimestre 2014

<sup>17</sup> Ley de arrendamientos urbanos de junio de 2013: Durante la vigencia del contrato, la renta sólo puede ser actualizada por el arrendador o el arrendatario en la fecha en que se cumpla cada año de vigencia del contrato, en los términos pactados por las partes.

Finalmente, debemos explicar por qué los análisis de rentas en oficinas y viviendas se han desarrollado únicamente sobre las ciudades de Madrid y Barcelona, ya que son las zonas con mayores registros en bases de datos y son las únicas localidades de España analizadas por las grandes consultoras inmobiliarias.

#### **D. Macro magnitudes en la economía española**

Una vez analizada la situación inmobiliaria actual a partir del estudio de dos variables fundamentales (precio y rentas de alquiler) y tras haber concluido sobre la idoneidad de la inversión y explotación de los inmuebles (vivienda y oficinas) en España, debemos estudiar cuales son las principales macro magnitudes encargadas de producir las alteraciones del mercado inmobiliario.

No vamos a entrar en un análisis detallado sobre el impacto de estas variables ya que excede del tema en cuestión, pero es necesario entender qué magnitudes marcan las sendas expansivas y recesivas del mercado inmobiliario.

El Banco de España, centra sus reflexiones en la **concesión de crédito-hipotecas-** entre particulares y entidades financieras. Sus analistas entienden que dicha variable (adelantada) marca la tendencia de las economías, en general, y del mercado inmobiliario, en particular

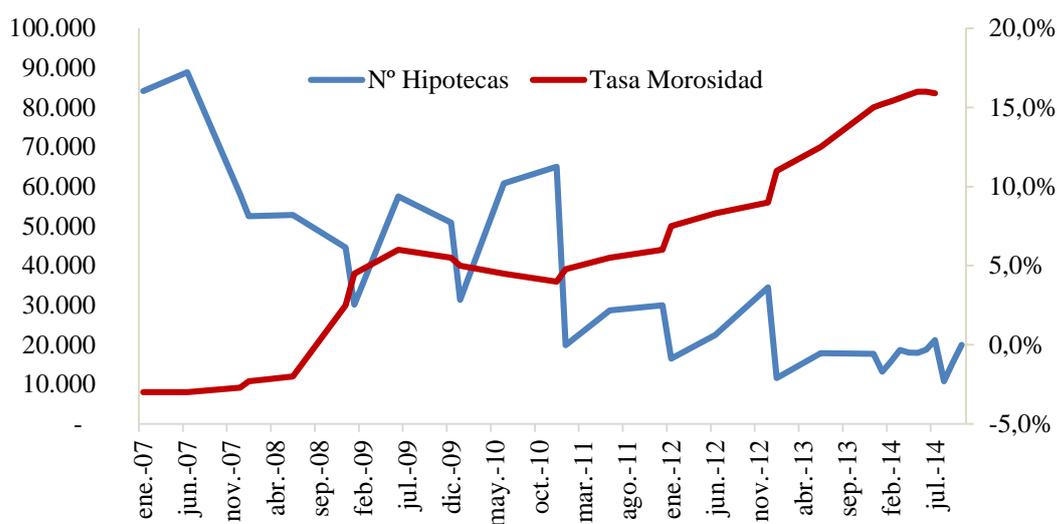
*“Cada vez es más frecuente que en procedimientos de supervisión macroeconómica realizados por instituciones internacionales se utilice la evolución del crédito como señal de desequilibrio macroeconómico o de «alerta» ante futuras recesiones.”<sup>18</sup>*

El área de estudios inmobiliarios de BBVA, a partir de su análisis sobre el impacto económico de la actividad inmobiliaria de 2011, coincide con el enfoque del Banco de España y sitúa al **crédito** como motor de desarrollo del mercado inmobiliario.

---

<sup>18</sup> PÉREZ QUIRÓS, G., *El papel del crédito como predictor del ciclo económico*, 2013. Boletín económico del Banco de España.

Gáfico 11. Evolución de las hipotecas (nº) y de la tasa anual de morosidad (%).



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Consejo General del Notariado y B. España.

A partir del anterior gráfico podemos observar dos variables íntimamente ligadas al mercado inmobiliario: el número de hipotecas concedidas y la tasa de morosidad hipotecaria. Así, cuanto más caiga una economía (crisis del 2008) y consecuentemente la renta per cápita, menor será el número de hipotecas concedidas y mayor será la tasa de morosidad o impago por parte de los particulares.

Si contemplamos la situación del año 2014, entendemos que no estamos en la mejor situación posible y, por ello, podemos determinar que la recuperación del sector inmobiliario será progresiva hasta que dichas variables vuelvan a evolucionar positivamente (reducción morosidad y aumento del crédito). Esta reflexión coincide con **las conclusiones extraídas anteriormente, en donde afirmábamos que la recuperación del sector inmobiliario sería gradual.**

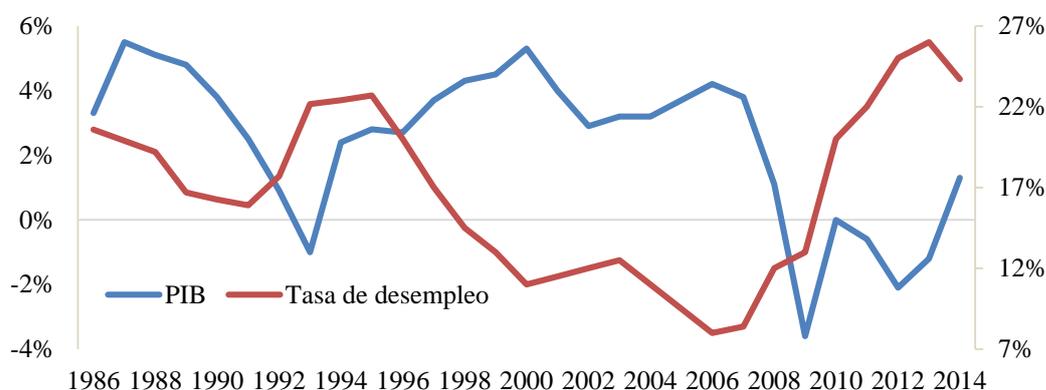
La Sociedad de Tasación, dentro de su informe anual relativo al mercado inmobiliario español en el año 2014, enumera tres indicadores que influyen directamente sobre el comportamiento del mercado inmobiliario español:

- **El Euribor, referente de los préstamos hipotecarios**
- **La evolución de la tasa de desempleo.**

La ST entiende que una reducción del desempleo unida a bajos costes de financiación, potenciará la adquisición de inmuebles y desarrollará el sector inmobiliario en su conjunto.

Como observamos en el gráfico que se muestra a continuación, es importante destacar el cambio de tendencia iniciado en el año 2014, con tasas de crecimiento del PIB del 1,3% y de desempleo del 23,7% (año 2013 en torno al 26%).

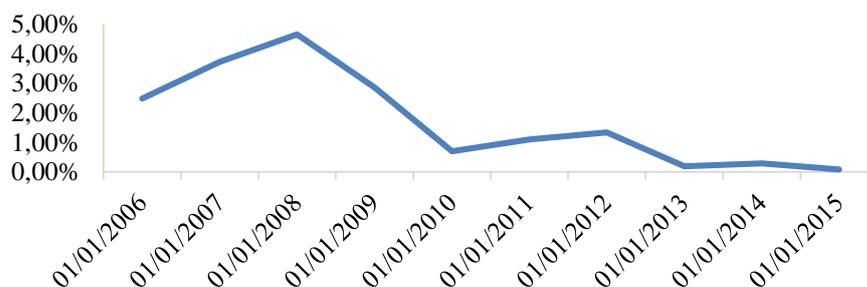
Gráfico 12. Evolución interanual del PIB y de la tasa de desempleo (%).



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE

Otra de las variables que tiene que en cuenta la Sociedad de Tasación en su análisis sobre la recuperación inmobiliaria es el **Euribor**. Dicho índice junto con un interés adicional (actualmente: aproximadamente IPC + 1,5%) determinará el coste de financiación ofrecido por los bancos.

Gráfico 13. Evolución interanual del Euribor a 3 meses en el primer valor de cada año (%).



Fuente: Elaboración propia en base a datos Euribor europeo

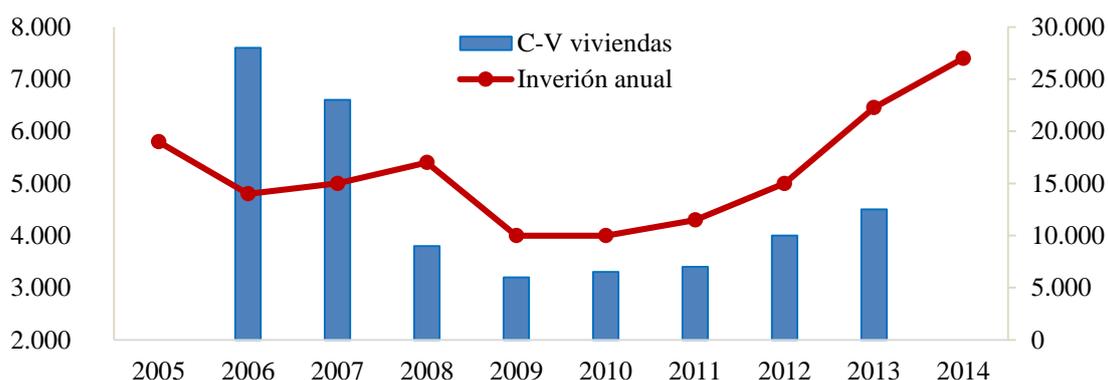
Una vez más, volvemos a observar una variable económica cuya evolución y situación actual deberá ayudar, en términos normales, al incremento de los créditos concedidos y a la recuperación del sector inmobiliario.

Finalmente, los equipos de analistas inmobiliarios de Bankia y Bankinter, incluyen dos magnitudes adicionales (junto a las anteriores) para explicar la recuperación gradual del sector inmobiliario:

- **Inversión extranjera en inmuebles**
- **Demanda de vivienda.**

En relación con la primera de ellas, hay que destacar la gran importancia que está teniendo la **inversión inmobiliaria de los extranjeros** en la recuperación del sector. La calidad de nuestras viviendas y sus reducidos precios, han impulsado su inversión en el ladrillo español. De esta manera, se ha pasado de una inversión de 6.453 millones de euros en el año 2013 a 7.400 millones de euros.<sup>19</sup>

Gáfico 14. Evolución de la inversión inmobiliaria de extranjeros (eje izquierdo) y de la compraventa de viviendas (eje derecho).



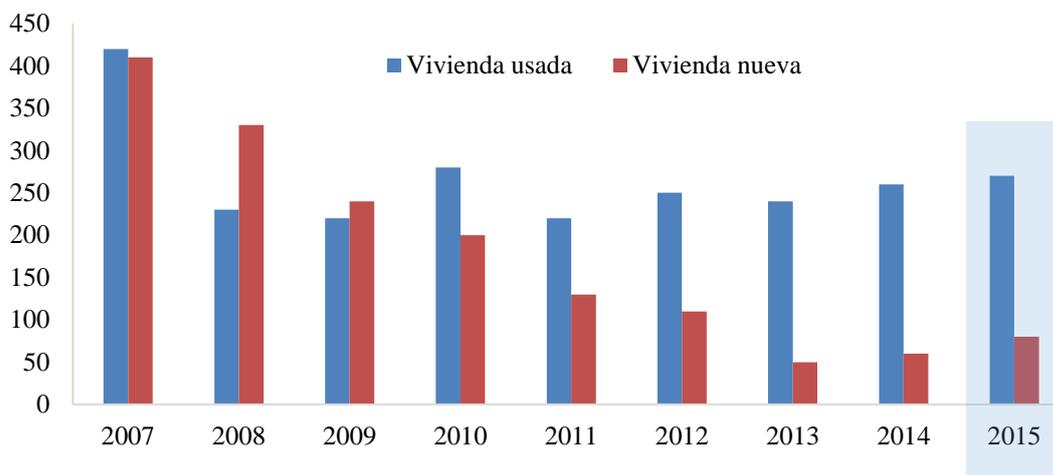
Fuente: Elaboración propia

En relación con la segunda magnitud incluida en sus análisis (demanda de vivienda), el grupo de analistas de Bankinter opinó que se producirá una **recuperación de la demanda**

<sup>19</sup> Datos extraídos a partir del informe anual del año 2014 de la consultora IREA.

**de vivienda nueva y usada de forma progresiva.** Este crecimiento gradual se debe principalmente a la débil reactivación del crédito hipotecario que, como se ha visto en gráficos anteriores, se encuentra en mínimos históricos.

Gáfico 15. Demanda de la vivienda usada y nueva. Perspectiva de futuro.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos y proyecciones de Bankinter.

De esta manera, se ha podido analizar las diferentes variables (macro) incluidas por los expertos del sector inmobiliario en sus estudios para explicar las variaciones del sector.

Estas variables son: **crédito hipotecario, morosidad hipotecaria, PIB, tasa de desempleo, tipos de interés (Euribor y tipo fijo), inversión inmobiliaria por parte de los extranjeros y demanda de vivienda nueva y usada.**

Podemos concluir que todas estas magnitudes muestran síntomas de crecimiento (que tendrán un impacto positivo sobre el sector inmobiliario) menos aquellas que están relacionadas con los créditos hipotecarios y la financiación.

Es cuestión de tiempo que todas estas variables vuelvan a presentar tasas positivas de desarrollo ya que los costes de financiación están en mínimos históricos y la renta per cápita<sup>20</sup> está aumentando gradualmente.

<sup>20</sup> Relación entre PIB (creciente) y habitantes de un país.

### 3. LA RENTABILIDAD INMOBILIARIA

Una vez analizada la situación del sector inmobiliario en la actualidad (año 2015) y tras haber concluido que nos encontramos en un periodo de cambio de tendencia actual o inminente, es necesario examinar la rentabilidad de la inversión en inmuebles. A partir de este análisis podremos dar respuesta a una parte del objetivo final:

- **Estudiar el atractivo financiero (rentabilidad) de las inversiones inmobiliarias.**

En primer lugar analizaremos las variables o características que inciden sobre los rendimientos de los activos inmobiliarios. En segundo lugar, examinaremos los riesgos inherentes a este tipo de inversiones y las medidas que pueden adoptarse para reducirlos. Finalmente, estudiaremos las causas que llevan a los inversores a escoger este tipo de activo.

#### A. Variables explicativas de la volatilidad de las rentabilidades inmobiliarias

Tradicionalmente, la mayoría de los analistas e investigadores establecieron que las únicas variables incidentes en la volatilidad de las rentabilidades inmobiliarias eran la **tipología de los bienes inmueble** y su **localización geográfica**. Como podemos observar, es necesario incluir un mayor número de atributos explicativos aunque, como consecuencia de la escasa literatura y de la poca atención prestada por el ámbito académico, no es tarea fácil.<sup>21</sup>

Podemos dividir el estudio del presente epígrafe en dos categorías. En la primera de ellas encontramos a los autores que aproximan el análisis de estilo de inversión del mercado inmobiliario al de acciones y, en segundo lugar, la categoría formada por los autores que distancian el mercado inmobiliario del mercado de activos financieros.

#### A.1. Variables próximas al mercado de activos financieros

En los últimos veinte años, con el fin de incluir un mayor número de variables explicativas, se han elaborado diversos estudios en los que se trata de aproximar el análisis

---

<sup>21</sup> FERRUZ AGUDO, L., COCA VILLALBA, F. y MARCO SANJUAN, I. *Análisis de estilo de los fondos de inversión inmobiliarios en España: índices de crecimiento y valor*, 2010

de estilo de inversión del mercado de acciones al mercado de inversión inmobiliario. De esta manera, tratan de adherir perfiles de rentabilidad-riesgo propios del mercado de las acciones como **el tamaño de la propiedad, la capitalización, concentración del inquilino y duración del contrato de arrendamiento.**

Es necesario observar la opinión de diversos autores para conocer con mayor profundidad la falta de consenso en relación a las variables explicativas de la volatilidad de las inversiones inmobiliarias:

- Canon, S., y Miller, N. (2006)<sup>22</sup>, a partir de un estudio empírico realizado sobre viviendas en Estados Unidos, establecieron que las rentabilidades inmobiliarias tienen una correlación positiva con los **precios de adquisición** y una elevada sensibilidad con la **tendencia de los mercados continuos de valores**. Del mismo modo, incluyeron las **diferencias socioeconómicas** como variable explicativa del rendimiento inmobiliario.
- Ziering y McIntosh<sup>23</sup> centraron el foco de sus estudios en la variable “**tamaño de las propiedades**” y concluyeron que dicha variable, especialmente en los activos de valor superior a 100 millones de dólares, incidía de manera directa en los resultados obtenidos por las carteras inmobiliarias.
- Lin y Yung<sup>24</sup> llegaron a conclusiones muy similares a la vista anteriormente. En su análisis sobre los fondos de inversión inmobiliarios, establecieron que el factor “**tamaño**” es aproximado a las tasas de variación del precio de cotización de las empresas inmobiliarias y, del mismo modo, consideraron que dicha variable era la principal causante de las alteraciones en la rentabilidad inmobiliaria.
- Fuerst y Matisyak<sup>25</sup> evidenciaron que las variables **localización geográfica, características del inmueble, características del mercado y nivel de apalancamiento**, eran factores explicativos de la volatilidad de los rendimientos inmobiliarios.

---

<sup>22</sup> CANNON, S., MILLER, N. *Risk and return in the US housing market: A cross-sectional asset-pricing approach*, 2006.

<sup>23</sup> ZIERING, B., MCINTOSH, W. *Property size and risk: why bigger is not always better*, 1999.

<sup>24</sup> LIN, C., YUNG, K., *Real estate mutual funds: a style analysis*, 2007.

<sup>25</sup> FUERST, F., MARCATO, G. *Drivers of fund performance: A panel data analysis*, 2009.

- El Nacional Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF)<sup>26</sup> en su informe general o guía explicativa sobre las inversiones inmobiliarias (2006), trató de unificar la amplia variedad de estilos y estrategias de inversión en inmuebles. Su principal intención fue desarrollar un índice de referencia.

Dicha institución agrupó los estilos de inversión en tres categorías:

- “**Core**” cuyos rendimientos esperados oscilan entre 0-11,5%.
- “**value-Added**” con rentabilidades en el rango 11,5-17% y
- “**Opportunity**” cuyos rendimientos podrían alcanzar el 25%.

Podemos observar estos estilos y sus características a partir de la siguiente tabla:

*Tabla 4. Estilos de inversión y rentabilidad inmobiliaria.*

<b>Atributo</b>	<b>Core</b>	<b>Value-Added</b>	<b>Opportunity</b>
<b>Ciclo de Vida</b>	Operación	Desarrollo- operación- arrendamiento	Desarrollo urbanístico- rehabilitación
<b>Ocupación</b>	Alta	Moderada	Baja
<b>Concentración</b>	Baja	Moderada	Alta
<b>Apalancamiento</b>	Bajo	Moderada	Elevada
<b>Mercado</b>	Institucional	Institucional o emergente	Secundario, terciario e internacional
<b>Estructura inversión</b>	Control significativo	Significativa o moderada	Control mínimo

*Fuente: Elaboración propia en base a NCREIF (2003).*

Como podemos observar los mayores rendimientos se alcanzarían mediante la adquisición de un inmueble en desarrollo urbanístico con baja ocupación, alta concentración y elevado apalancamiento. Esto se debe a que, al descontar los

<sup>26</sup> Asociación estadounidense de instituciones profesionales inmobiliarias sin fin de lucro. Formada por gestores de inversión, académicos, consultores, agencias de tasación y proveedores de servicios inmobiliarios y diversos patrocinadores, con un objetivo común de promoción de la investigación en el sector inmobiliario.

flujos de caja futuros a partir del método DCF, obtendríamos mayores rentabilidades por existir un alto potencial de ocupación futuro (mayores ingresos procedentes de su arrendamiento) y un elevado nivel de apalancamiento (aumenta la rentabilidad interna siempre que el coste de la deuda sea inferior a la rentabilidad obtenida sin considerar la deuda).

- Finalmente, es necesario incluir en esta categoría el estudio económico-estadístico elaborado por catedráticos y profesores de la universidad de Zaragoza, a partir de las carteras de activos de los fondos de inversión inmobiliarios en España. Esta cartera estaba formada por 872 activos inmobiliarios (principalmente viviendas) que fueron estudiados durante el periodo Marzo 2004-Septiembre 2008.

El resultado de este estudio fue la creación de dos índices de estilo, novedosos para el mercado inmobiliario español, que eran capaces de explicar las diferencias en las rentabilidades de estos tipos de activos. Estos índices son: **valor de las propiedades** (importancia del tamaño) y **la diferencia entre el valor contable de los inmuebles con relación a su valor de mercado** (book-to-market).

Las principales consecuencias obtenidas a partir del estudio fueron:

- Predominio del índice de estilo “book-to-market” en las inversiones realizadas por los fondos de inversión en España.
- Existencia de diferencias de rentabilidad y valor, en función del tamaño del activo inmobiliario y del momento del ciclo económico en el que se realizara la operación. De esta manera, hasta el año 2006, la subcartera de inmuebles “pequeños” (variable tamaño), superaba en rentabilidad a la subcartera “grandes”, mientras que, a partir del año 2007, ocurría lo contrario.

Esta conclusión está íntimamente relacionada con la renta per cápita y la demanda global. En épocas de crecimiento económico (2006), nos encontramos con un gran número de personas de riqueza media y baja que demandan inmuebles “pequeños”, lo que se traduce en mayores rentabilidades potenciales. Por el contrario, en momentos de declive económico (2007-2008), las únicas personas que pueden afrontar

inversiones inmobiliarias son los consumidores de alto nivel adquisitivo. Dichos compradores optan por viviendas de mayor tamaño y potencian la rentabilidad de dichos activos “superiores” en categoría.<sup>27</sup>

## A.2. Variables alejadas del mercado de activos financieros

Dentro de esta segunda categoría encontramos a los autores más tradicionales que se alejan de la tendencia “reciente” de incluir los activos inmobiliarios entre los financieros.

Esta visión clásica trata de centrar su análisis en las variables **tipología y localización de los activos** para explicar la volatilidad de las rentabilidades inmobiliarias.

Grandes autores como Kaiser, R. W. (2005) o Farragher y Kleiman (1996) explicaron a partir de sus obras, las principales razones por las que no se pueden asimilar los activos inmobiliarios (y su mercado) al de los activos financieros. Estas razones se relacionan con las ineficiencias del mercado inmobiliario.

Entre las principales ineficiencias del mercado inmobiliario, destacamos:<sup>28</sup>

- En el mercado inmobiliario, **no existen bases de datos públicas** y actualizadas en donde aparezca el valor en libros de los bienes inmuebles. Esto genera grandes problemas a la hora de otorgar objetividad a las valoraciones.
- En los mercados financieros, la **información disponible es exclusivamente pública** y, de no serlo así, podríamos encontrarnos en situaciones desleales de uso ilegítimo de información público-privada.

Por otra parte, en el mercado inmobiliario puede existir información restringida que asegure niveles superiores de “performance”.

- En el mercado inmobiliario, se requiere una **gestión activa de los inmuebles** que han sido adquiridos por los inversores. De esta manera, no se puede conocer con exactitud que parte de la rentabilidad se debe a las fluctuaciones del mercado y cual se debe a la gestión/administración de los inmuebles.

---

<sup>27</sup> FERRUZ AGUDO, L., COCA VILLALBA, F., MARCO SANJUÁN, I., *Análisis de los fondos de inversión inmobiliarios en España: índices de crecimiento y valor*. 2010

<sup>28</sup> KAISER, R. *Investment styles and style boxes in equity real estate: can the emerging model succeed in classifying real estate alternatives?*, 2005

- En los mercados de valores, los **precios** se ajustan rápidamente a la información pública, mientras que en el mercado inmobiliario no se posibilitan las posiciones cortas de compra-venta.<sup>29</sup>
- La **eficiencia racional** en el mercado inmobiliario es menor que en los mercados continuos. El proceso de compra de un inversor inmobiliario, influido en gran medida por la localización del activo y su estado global (tangible), reduce la racionalidad inversora propia de los mercados de valores. Autores como Farragher y Kleinman (1996)<sup>30</sup> establecieron que el sector inmobiliario se rige más por criterios emprendedores y por el instinto y la experiencia de sus directivos, anteponiendo el sentimiento inversor a los modelos cuantitativos.

La tabla que disponemos a continuación, sintetiza las diferencias establecidas por varios autores entre el mercado inmobiliario y el financiero:

*Tabla 5. Diferencias entre el mercado inmobiliario y financiero.*

Concepto	Mercado Inmobiliario	Mercado financiero
<b>Bases datos públicas</b>	No	Si
<b>Información</b>	Público-privada	Exclusivamente pública
<b>Gestión activa</b>	Si	No
<b>Ajuste de precios</b>	Largo plazo	Corto plazo
<b>Eficiencia racional</b>	Media	Alta

*Fuente: Elaboración propia en base a la información de varios autores al respecto.*

Como podemos observar, no existe un consenso unánime entre los científicos y economistas sobre cuáles son las variables incidentes en la volatilidad de las inversiones inmobiliarias. De esta manera, cada inversor debe seleccionar aquellas que considere más influyentes para analizar las oportunidades de inversión.

Es necesario conocer los mercados en los que se van a centrar las operaciones de inversión y su desarrollo histórico para saber qué factores son los más indicativos para explicar las

<sup>29</sup> FERNANDEZ GIMENO, J., LLOVERA SAEZ, F.J. y ROIG HERNANDO, J. *Los REITs españoles como vehículos de inversión y financiación de la actividad inmobiliaria: Las SOCIMI*. 2012

<sup>30</sup> FARRAGUER, E.J., KLEINMAN, R.T. *A re-examination of real estate investment decision practices*. 1996

rentabilidades inmobiliarias. Así, encontraremos diferentes decisiones y variables empleadas en función de la tipología de bienes, su localización y el momento de adquisición.

## **B. Riesgos en las inversiones inmobiliarias**

Para poder entender con claridad el concepto de rentabilidad inmobiliaria es necesario analizar los riesgos que encontramos en torno a este tipo de activos. El riesgo financiero surge de la inseguridad existente sobre los rendimientos futuros y no se puede concebir ambos conceptos por separado (binomio riesgo-rentabilidad). Por norma general, a mayor riesgo existente en una operación de inversión, mayor rentabilidad potencial requerirá el inversor.

Es necesario recordar que los activos inmobiliarios no se encuentran en mercados organizados y, por ello, escasean las referencias de primas de riesgo. Por esta razón, es muy habitual que los grandes fondos de inversión inmobiliarios encarguen servicios de “due diligence”<sup>31</sup> a consultoras inmobiliarias, empresas de valoración y despachos de abogados, con el fin de reducir los riesgos que conlleva la inversión en un mercado no organizado.

Una vez introducidos los riesgos de las inversiones inmobiliarias, vamos a pasar a analizarlos individualmente a partir del informe económico llevado a cabo por catedráticos y profesores de la Universidad Autónoma de Madrid (UAM) y un profesor de la universidad de la universidad ESIC Business & Marketing School.<sup>32</sup>

De esta manera, podemos dividir los riesgos inmobiliarios en cuatro categorías:

- **Riesgos catastróficos.** Estos riesgos están unidos a la posibilidad que presentan los activos inmobiliarios de sufrir efectos negativos de catástrofes tales como incendios, inundaciones, terremotos...

---

<sup>31</sup> Concepto empleado habitualmente en las adquisiciones empresariales, para referirse al proceso de búsqueda de información sobre una empresa con el fin obtener toda la información necesaria para valorar y fijar de forma objetiva; el precio final de una operación de adquisición de empresas; la forma de estructurar la transacción y el análisis de los riesgos implícitos.

<sup>32</sup> GALLARDO OLMEDO, F., LAMONTE FERNANDEZ, P. y MENDEZ SUAREZ, M. *Herramientas de gestión de riesgos basadas en modelos de simulación para carteras de activos inmobiliarios*, 2010.

Se les denomina riesgos puros porque solo generan pérdidas y pueden cubrirse mediante **pólizas de seguros**.

- Riesgos legislativos y regulatorios. Es necesario analizar la normativa existente en cada país en materia de construcción y mantenimiento de instalaciones y en materia impositiva. Esta última puede marcar la decisión final de invertir en inmuebles situados en uno u otro país.

A pesar de ello, no son factores que condicionen en gran medida la rentabilidad de una inversión en una determinada localidad y, por ello, los inversores deben centrarse principalmente en el potencial de crecimiento del mercado.

- Riesgo de liquidez. Los activos inmobiliarios son menos líquidos que los activos financieros ya que la gestión de carteras inmobiliarias no permite deshacer posiciones tan rápido como las inversiones financieras.

Estamos ante un riesgo difícil de mitigar ya que, para que una inversión inmobiliaria sea rentable, se necesita (entre otras cosas) una revalorización de precios y eso no ocurre en el corto plazo como en los mercados continuos. Lo ideal para los fondos de inversión inmobiliarios y, en general para todo inversor en inmuebles, es liquidar el inmueble en un periodo de cinco-siete años desde el comienzo de la inversión.

- Riesgos económicos y financieros. Estos riesgos son los que marcan la rentabilidad potencial de las inversiones inmobiliarias. Como se ha explicado anteriormente en varias ocasiones, los rendimientos de este tipo de inversiones están condicionados por las rentas de los inquilinos y por la revalorización de los activos.

Dentro de los riesgos económicos y financieros encontramos los siguientes:

- Riesgo vinculado a la ocupación. La ocupación del inmueble adquirido es indispensable para la generación de rentas (flujos de caja positivos). Por ello, es importante conocer la renta per cápita de la zona y la demanda o consumo de inmuebles.

En situaciones de recesión económica, el inversor que esté explotando un inmueble puede recurrir a **medidas extraordinarias** como descuentos

comerciales o reducciones de rentas con el fin de lograr la plena ocupación (objetivo primordial).

- Riesgo de inflación. La inflación, junto con la renta media de mercado, es el referente básico para revisar al alza (aumentar) las rentas de los inquilinos.

Estamos ante un riesgo “positivo” para el inversor ya que cuanto mayor sea la inflación, mayores serán las rentas percibidas.

- Riesgo de tipo de interés. El coste de los tipos de interés incide directamente en la rentabilidad interna de una inversión (TIR). Es habitual realizar la compra de inmuebles de forma apalancada ya que
  - Las cuantías a pagar son muy elevadas y
  - Si la TIR sin apalancamiento es mayor que el coste de financiación o tipo de interés, siempre será más rentable desarrollar la operación con deuda financiera.

Como podemos observar, una subida de los tipos de interés o coste de financiación, mermaría el rendimiento de la inversión inmobiliaria. Es necesario encontrar financiación con las mejores condiciones del mercado.

Este riesgo puede cubrirse utilizando productos financieros como el **swap**. La permuta financiera (o swap) permite convertir una deuda a tipos de interés variables en tipos de interés fijo. De esta manera, si el tipo de interés sube por encima del precio del swap, se recibe una compensación y, en caso contrario, se debe pagar una cuantía por dicho diferencial.<sup>33</sup>

Se han analizado los principales riesgos existentes en las inversiones inmobiliarias y algunas medidas para reducirlos como el desarrollo de due diligence, la contratación de pólizas de seguros, el estudio de la legislación en materia de arrendamientos y mantenimiento de inmuebles, la promoción de la ocupación de inmuebles mediante

---

<sup>33</sup> A partir del diccionario financiero Expansión.

descuentos comerciales o el desarrollo de contratos financieros como los swap con el fin de eliminar el riesgo de futuras subidas de tipo de interés.

### **C. Causas de invertir en inmuebles**

Una vez analizado el binomio rentabilidad-riesgo de las inversiones inmobiliarias y las principales variables que generan su volatilidad, debemos estudiar cuáles son las razones que llevan a un inversor a decantarse por este tipo de activo.

Las dos razones básicas por las que se guían este tipo de inversores son:

- **Rendimientos inmobiliarios en relación con otros activos**
- **El carácter diversificador de este tipo de inversiones**

A partir de dicho análisis comprenderemos los objetivos que busca todo inversor inmobiliario y concluiremos con el segundo pilar del trabajo de investigación relativo al atractivo financiero de las inversiones inmobiliarias.

#### **C.1. Rendimientos inmobiliarios en relación con otros activos**

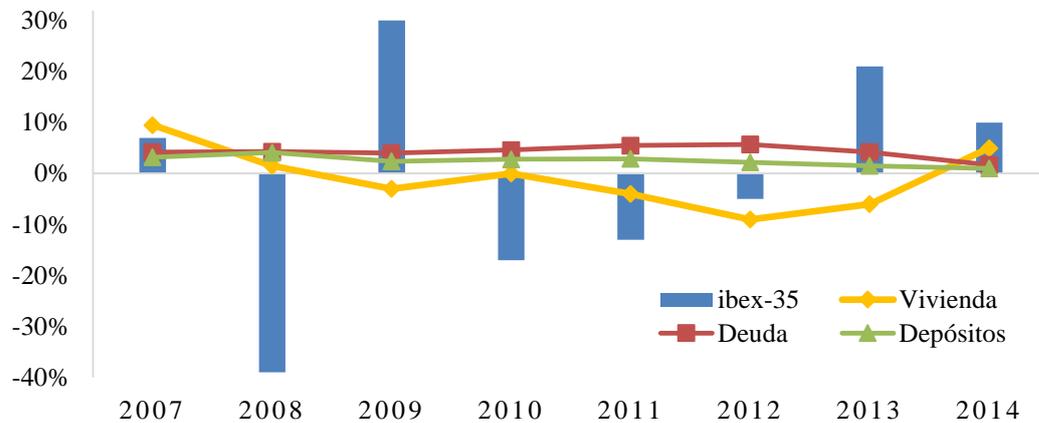
Para poder analizar esta primera cuestión, es necesario conocer la situación actual e histórica de los rendimientos de los activos inmobiliarios y de las principales alternativas existentes para un inversor.

Centraremos el análisis en el estudio del rendimiento de la inversión inmobiliaria (vivienda) en España. Como alternativas a dichos activos, se han incluido los rendimientos generados a partir de inversiones en bonos del estado español a 10 años, depósitos bancarios e inversiones en el mercado continuo español (Ibex-35). Esta última ha sido estudiada a partir de las tasas anuales de crecimiento que representan el rendimiento que hubiera obtenido un inversor comprando el 1 de enero y vendiendo el 31 de diciembre un depósito indexado al Ibex-35.

Podemos observar sus diferencias, en valor actual e histórico, a partir de los dos gráficos que se muestran a continuación. La única diferencia existente entre las dos representaciones gráficas se encuentra en la segunda de ellas, en la cual se ha eliminado

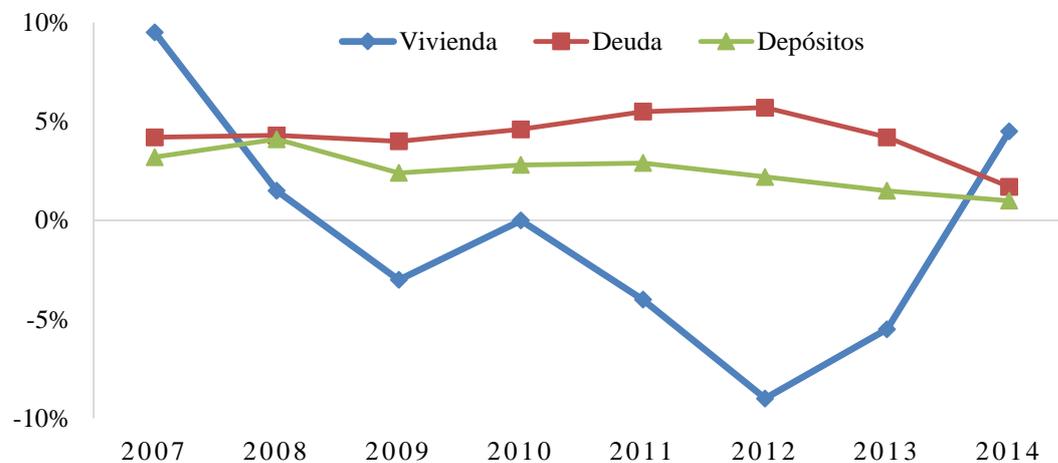
el efecto “dilutivo” que generaba el Ibex-35 respecto al resto de variables, fruto de su gran volatilidad.

Gráfico 16. Rendimiento por tipología de activos (incluido el Ibex-35).



Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 17. Rendimiento por tipología de activos (excluido el Ibex-35).



Fuente: Elaboración propia.

Podemos extraer una serie de conclusiones a partir de las dos anterior gráficas:

- El **Ibex-35**, al igual que el resto de bolsas europeas, presentan interesantes rendimientos fruto de sus revalorizaciones periódicas pero hay que tener presente las caídas que se pueden experimentar (39% en el año 2008).

- El **coste de la deuda española** a diez años ha llegado a situarse en valores próximos al 7% en julio del año 2012 (prima de riesgo de 640 puntos), coincidiendo con el peor momento vivido por la economía española desde su entrada en el euro.
- La **rentabilidad de la vivienda anual**, calculada a partir de los alquileres y la variación de los precios, ha sufrido una caída de rentabilidad aproximada de un 30% en diez años. En el año 2002, la vivienda ofrecía una rentabilidad del 20% y en el año 2012, ésta alcanzó valores próximos al -11%.<sup>34</sup>
- Los **depósitos bancarios**, han sufrido menores variaciones que el resto de activos financieros, alcanzando sus máximas rentabilidades en el año 2008 (en torno al 4% anual).

Una vez realizado este breve análisis, es necesario centrarse en la situación más reciente (final del año 2014) y observar las diferentes rentabilidades.

El acusado descenso en el rendimiento de activos financieros como los depósitos bancarios y la deuda española a diez años (en torno al 1 y al 1,5% respectivamente) está creando una situación en donde la inversión en renta variable o en inmuebles es la más favorable.

Del mismo modo, este atractivo financiero debe observarse desde el punto de vista de los “spreads” o diferenciales que ofrece la inversión en inmuebles frente a la inversión en bonos soberanos. En el año 2013, el tipo de interés del bono español a diez años era del 4% y hoy se encuentra en torno al 1,5%. Si consideramos que una inversión inmobiliaria en Madrid ofrece una TIR del 8%, nos encontramos con una evolución considerable del spread: 400 puntos básicos a 650.

Por todo ello, podemos concluir que la decisión de invertir en renta variable o inmuebles dependerá, entre otras cosas, del periodo de tiempo en el que se quiera deshacer las posiciones (corto o largo plazo).

La inversión en vivienda representa una buena opción para aquel inversor que pretenda obtener rendimientos importantes (superiores a los que ofrece la renta fija) y quiera mantener los activos durante un periodo de cinco años aproximadamente. Dicho periodo

---

<sup>34</sup> Datos obtenidos a partir del Banco de España y Sociedad de Bolsas, S.A.

resulta necesario para poder obtener ingresos fruto de las rentas de los inquilinos y se puedan experimentar revalorizaciones en los precios de las viviendas.

Por otra parte, aquel inversor que pretenda obtener altas rentabilidades (superiores a las que ofrece la renta fija) y tenga una perspectiva de corto plazo, la inversión en renta variable (Ibex-35) representaría una buena opción de inversión.

Finalmente, se puede desarrollar una estrategia de inversión que convine ambas perspectivas (inversión en vivienda y posición a corto plazo) mediante las empresas inmobiliarias que cotizan hoy en día en el mercado continuo. Este tipo de compañías serán analizadas con mayor detalle en epígrafes posteriores.

## **C.2. Carácter diversificador de la inversión en inmuebles**

La diversificación de carteras es uno de los principios fundamentales de los mercados financieros. Consiste en la reducción del riesgo global asumido por un inversor, mediante la incorporación en sus carteras de un conjunto de activos con diferentes características y comportamientos. El riesgo de la cartera resulta inferior a la suma de los riesgos de cada uno de los activos que la componen.

La recomendación de los expertos y analistas de la Caixa y BBVA es que, a la hora de realizar una cartera, *los inversores cuenten con el número justo de productos que les permitan acceder a los distintos tipos de activos (renta fija, renta variable, derivados, divisas, etc.) y mercados (Europa, Estados Unidos, Asia, etc.).*

De esta manera, podemos observar cómo la diversificación de una cartera se relaciona principalmente con la **tipología de activos y su localización**.

Una vez introducido el concepto de diversificación, es necesario estudiar

- El binomio riesgo-rentabilidad en carteras que tengan activos inmobiliarios.
- La correlación existente entre los distintos tipos de inmuebles y entre las distintas áreas geográficas para poder concluir qué elemento/variable genera una mayor diversificación.

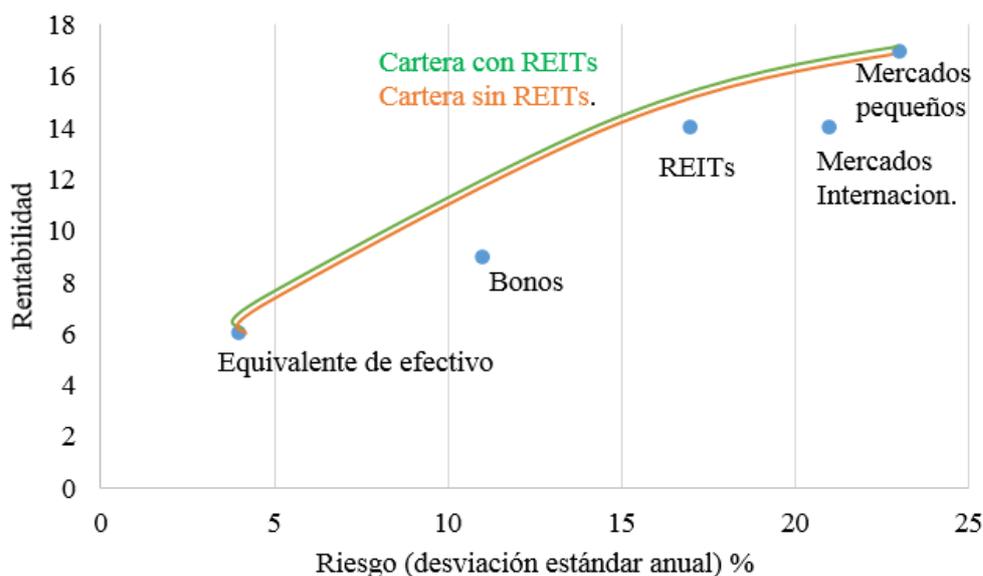
En primer lugar, vamos a estudiar el **efecto que tiene la incorporación de inmuebles en carteras de inversión**. Para poder analizar dicho fenómeno, vamos a considerar la

inclusión de títulos de sociedades inmobiliarias cotizadas en carteras de valores, ya que resulta más sencillo y económico para cualquier individuo comprar acciones de sociedades que incorporar un inmueble en su cartera.

Se ha empleado un estudio elaborado por NAREIT<sup>35</sup> en el año 2010. Dicha institución representa a la asociación mundial de REITS (Real Estate Investment Trust) o, sociedades cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario, cuyo foco de atención se centra en el continente americano. A partir de dicho estudio<sup>36</sup> se establece que la incorporación de una REIT en una cartera de inversión mejora su frontera eficiente<sup>37</sup>, ya que aumenta su grado de diversificación. De esta manera, para una rentabilidad dada se asume un menor riesgo o para un riesgo determinado, se genera un mayor retorno.

Podemos observar la relación existente entre ambas fronteras eficientes a partir del siguiente gráfico:

Gáfico 18. Frontera eficiente de una cartera con/sin inversiones en REITs.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de NAREIT.

<sup>35</sup> NAREIT o National Association of Real Estate Investment Trust, es la asociación mundial de Sociedades anónimas cotizadas en el mercado inmobiliario cuyo principal foco de atención es el continente americano. A parte de dichas sociedades, entre sus miembros encontramos individuos y compañías que se dedican al asesoramiento y gestión del mercado inmobiliario.

<sup>36</sup> NAREIT, *Investing for Dividends and Diversification*, 2010

<sup>37</sup> La frontera eficiente es la curva de Rendimiento-Riesgo que representa el conjunto de portafolios considerados como óptimos, es decir, aquellos portafolios que para un riesgo dado, se obtiene un máximo rendimiento.

Es necesario contrastar esta conclusión con la opinión de otros expertos en la inversión inmobiliaria.

- Ortiz Madrigal, en su informe elaborado en el año 2006 sobre los fondos de inversión inmobiliarios<sup>38</sup>, llegó a la misma conclusión: Los REITs generan el binomio rentabilidad- riesgo má eficiente. Para llegar a este resultado, estudió tres posibles carteras de inversión donde se incluían títulos de renta variable, renta fija, efectivo y REITs en distintas proporciones.

*Tabla 6. Impacto de los REITs en la frontera eficiente de una cartera de inversión.*

<b>Peso por Activo</b>	<b>Cartera A</b>	<b>Cartera B</b>	<b>Cartera C</b>
<b>Acciones S&amp;P 500</b>	50 %	45 %	40 %
<b>Bonos</b>	40 %	35 %	30 %
<b>Efectivo y equivalente</b>	10 %	10 %	10 %
<b>REITs</b>	0 %	10 %	20 %
<b>Rendimiento</b>	10,9 %	11,2 %	11,5 %
<b>Riesgo</b>	10,8 %	10,4 %	10,1 %

*Fuente: Elaboración propia en base a la información de Ortiz Madrigal (2006).*

Como podemos observar, la cartera C es el mejor escenario posible ya que optimiza su rentabilidad-riesgo al incluir, en un 20%, valores de inversión en REITs.

- McCoy, B. H., analizó el dinamismo del sector inmobiliario y concluyó que los fondos de pensiones y otras instituciones de inversión colectivas utilizan la inversión en inmuebles como elemento diversificador. Del mismo modo, determinó que este tipo de instituciones suelen mantener un 10% de sus carteras en este tipo de activos.<sup>39</sup>

<sup>38</sup> ORTIZ MADRIGAL, G., *Análisis de la industria de los fondos inmobiliarios*, 2006.

<sup>39</sup> MCCOY, B.H. *The Dynamics of Real Estate capital markets. A practitioner's perspective*. 2006

- Finalmente, el banco de inversión suizo UBS confirma este carácter diversificador y considera que el 52% de sus gestores establecen que la exposición óptima al mercado inmobiliario se sitúa entre el 11 y el 15%<sup>40</sup>.

En segundo lugar, una vez estudiado el efecto diversificador que genera la incorporación de sociedades inmobiliarias cotizadas en carteras de inversión, debemos analizar la **correlación** existente entre las rentabilidades de los distintos **tipos de inmuebles y entre las distintas áreas geográficas** para concluir qué elemento/variable genera una mayor diversificación.

#### Correlación entre distintos tipos de inmuebles:

Se ha incluido un estudio elaborado por tres analistas financieros expertos en el mundo inmobiliario<sup>41</sup>. Dicho estudio se desarrolló en el año 2011, en la universidad de Heney-Reading y se centró en el análisis de la correlación media de las rentabilidades existentes entre las diferentes categorías de inmuebles situados en EEUU durante el periodo 2005-2008.

*Tabla 7. Correlación media entre inmuebles situados en EEUU (2005-2008).*

2005-2008	Residencial	Oficinas	Logístico	Industrial	Retail	Hotel
Residencial	1,0000					
Oficinas	0,9439	1,0000				
Logístico	0,9137	0,9135	1,0000			
Industrial	<b>0,8854</b>	0,9108	<b>0,8601</b>	1,0000		
Retail	0,9449	0,9704	0,9168	0,9087	1,0000	
Hotel	0,9110	0,9286	<b>0,8827</b>	<b>0,8825</b>	0,9189	1,0000

*Fuente: Elaboración propia en base a partir del estudio de Chong, J., Krystalogianni, A., Stevenson, S. (20011).*

<sup>40</sup> UBS, *Encuesta sobre la asignación óptima de inmobiliario en una cartera de inversión.*

<sup>41</sup> CHONG, J., KRYSALOGIANNI, A., STEVENSON, S. *Dynamic correlations across REIT sub-sectors. Working Papers in Real Estate and Planning.* 2011.

Como podemos observar, las correlaciones entre las rentabilidades de los inmuebles obtenidas a partir del anterior estudio son muy altas. Los valores más bajos se generaron con las combinaciones Residencial-Industrial, Logístico-Industrial, Hotel-Logístico y Hotel-Industrial. Esta conclusión tiene una gran importancia para la diversificación de una cartera. Si atendemos a la variable “tipología de inmuebles” en una cartera de valores, obtendremos una diversificación menor que si integramos otro tipo de variable clasificadora.

#### Correlación entre distintas áreas geográficas:

Partiremos de dos estudios económicos elaborados por expertos independientes para alcanzar una serie de conclusiones:

- El primero de ellos, fue elaborado por los autores Kim Hiang Liow, Kim Hin David Ho, Muhammad Faishal Ibrahim y Ziwei Chen en el año 2009.<sup>42</sup> Su principal objetivo fue estudiar la correlación del mercado inmobiliario a nivel mundial. Para ello, emplearon los retornos mensuales que generaron los inmuebles de las principales regiones del mundo durante el periodo 1984-2006.

*Tabla 8. Correlación media de inmuebles situados en las principales regiones del mundo.*

<b>Región</b>	<b>Hong Kong</b>	<b>Japón</b>	<b>Singapur</b>	<b>R. Unido</b>	<b>EEUU</b>
<b>Hong Kong</b>	1,0000				
<b>Japón</b>	0,0494	1,0000			
<b>Singapur</b>	0,5904	0,1041	1,0000		
<b>R. Unido</b>	0,3280	0,1598	0,3614	1,0000	
<b>EEUU</b>	0,2908	0,1829	0,4077	0,4307	1,0000

*Fuente: Elaboración propia en base a partir del estudio de Kim Hiang, L., Kim Hin D., Muhammad Faishal, I. Y Ziwei, C. (2009).*

<sup>42</sup> KIM HIANG, L., KIM HIN DAVID HO, MUHAMMAD FAISHAL, I. Y ZIWEI C. *Correlation and volatility in international real estate securities*. 2009

Tabla 9. Correlación media de inmuebles en América, Asia y Europa

Región	América	Asia	Europa
América	1,0000		
Asia	0,5314	1,0000	
Europa	0,3682	0,3824	1,0000

Fuente: Elaboración propia en base a partir del estudio de Kim Hiang, L., Kim Hin D., Muhammad Faishal, I. Y Ziwei, C. (2009).

A partir de las anteriores tablas, podemos observar que la correlación existente entre los rendimientos de inmuebles situados en distintas áreas geográficas es baja (inferior a 0,5 en la mayoría de los casos). Es necesario destacar las correlaciones de Japón con el resto de regiones y de América con el continente europeo. Ambas combinaciones son las que presentan menor grado de correlación y, por consiguiente, mayor diversificación en una cartera de valores con inversiones inmobiliarias.

- El segundo de ellos, fue elaborado por la institución IPD<sup>43</sup> (investment Property Databaank) en el año 2011. Dicha institución, subsidiaria del banco de inversión Morgan Stanley, cuenta con información procedente de más de 77.000 propiedades situadas en 32 países. Su estudio se centró en el estudio de las correlaciones medias e históricas de inmuebles situados en países europeos.

Tabla 10. Correlación media de inmuebles situados en los principales países europeos.

Países	Dina.	Fran.	Alem.	Italia	Hol.	Noru.	Port.	Esp.	Suiza	R.U.
Dina.	1,000									
Fran.	0,873	1,000								

<sup>43</sup> IPD es un proveedor de servicios inmobiliarios y análisis de riesgos. Su negocio está orientado a desarrollar y sintetizar información para managers, propietarios, brokers, inquilinos y comerciales integrados en el sector inmobiliario. Su base de datos cuenta con información de más de 79.000 propiedades, valoradas en 1,7 trillones de dólares y localizadas en más de 33 países.

<b>Alem.</b>	<b>-0,307</b>	<b>-0,183</b>	1,000							
<b>Italia</b>	0,563	0,734	<b>-0,203</b>	1,000						
<b>Hol.</b>	0,685	0,835	<b>0,262</b>	0,673	1,000					
<b>Noru.</b>	0,851	0,950	<b>-0,185</b>	0,703	0,756	1,000				
<b>Port.</b>	0,643	0,748	<b>0,176</b>	0,806	0,818	0,710	1,000			
<b>Esp.</b>	0,866	0,924	<b>-0,298</b>	0,872	0,775	0,874	0,842	1,000		
<b>Suiza</b>	<b>-0,075</b>	<b>0,210</b>	<b>0,432</b>	<b>-0,135</b>	<b>0,215</b>	<b>0,134</b>	<b>-0,024</b>	<b>-0,067</b>	1,000	
<b>R.U.</b>	0,724	0,700	<b>-0,382</b>	0,776	0,570	0,748	0,715	0,822	<b>-0,484</b>	1,000

*Fuente: Elaboración propia a partir del estudio de IPD (20011).*

Como podemos observar, la correlación entre las rentabilidades de los inmuebles situados en los principales países europeos es elevada salvo en las combinaciones de Suiza y Alemania con el resto de países, donde los valores son muy bajos o negativos.

Una vez analizadas las correlaciones existentes entre las rentabilidades de los distintos tipos de inmuebles y entre las distintas áreas geográficas podemos determinar que la primera de ellas presenta una correlación superior y, de esta manera, el comportamiento de los activos inmobiliarios de distinta clase es más homogéneo.

En conclusión, se ha podido comprobar como la inversión en inmuebles es una buena manera de diversificar carteras de valor y mejorar su frontera eficiente, optimizando el binomio rentabilidad-riesgo: para una rentabilidad dada se asume un menor riesgo o para un riesgo determinado, se genera un mayor retorno. Del mismo modo, a partir del estudio desarrollado sobre la correlación existente entre los rendimientos de diferentes tipos de inmuebles y de sus localizaciones, podemos concluir que la diversificación geográfica parece ser más efectiva que la diversificación por tipo de inmueble y, así, reducir en mayor medida el riesgo global de una cartera.

#### 4. VEHÍCULOS DE INVERSIÓN EN INMUEBLES EN ESPAÑA

En este epígrafe analizaremos el último objetivo del trabajo: conocer las principales formas de inversión inmobiliaria en España y determinar si la forma de instrumentar esta inversión a través de la figura de las SOCIMIs, de reciente creación en nuestro sistema, es más o menos atractiva.

En primer lugar, estudiaremos la figura de las SOCIMIs y, en segundo lugar, la compararemos con otras alternativas existentes en el mercado.

##### A. Sociedades Anónimas cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario

###### A.1. Definición y origen

Las Sociedades Anónimas cotizadas de Inversión en el mercado inmobiliario, SOCIMIs de ahora en adelante, son un instrumento financiero introducido por la ley 11/2009, de 26 de Octubre cuyo fundamento de creación fue:

*Continuar con el impulso del mercado del alquiler en España, elevando su profesionalización, facilitar el acceso de los ciudadanos a la propiedad inmobiliaria, incrementar la competitividad en los mercados de valores españoles y dinamizar el mercado inmobiliario, obteniendo el inversor una rentabilidad estable de la inversión en el capital de estas sociedades a través de la distribución obligatoria de los beneficios a sus accionistas.<sup>44</sup>*

Como podemos observar, el objetivo principal de estas sociedades es dinamizar el mercado inmobiliario, mientras que el objetivo secundario es facilitar el acceso de los ciudadanos a la propiedad inmobiliaria y generar al inversor una rentabilidad estable mediante la distribución obligatoria de beneficios.

La creación de esta figura societaria **se inspira en los Real Estate Investment Trust (REITs)**, vehículos de inversión que surgieron en 1961 en Estados Unidos, que cotizan en mercados secundarios y tienen un régimen fiscal especial muy atractivo para el inversor. Posteriormente, otros países como Holanda y Austria, asumieron esta institución financiera con el fin de potenciar su mercado inmobiliario (1969 y 1971 respectivamente).

---

<sup>44</sup> Preámbulo de la Ley 11/2009 de 26 de Octubre reguladora de las Sociedades Anónimas cotizadas de Inversión en el mercado inmobiliario.

Otros países europeos introdujeron este tipo societario durante la primera década del siglo XXI (Francia en el año 2003 y Alemania, Italia y Reino Unido en el año 2007).<sup>45</sup>

En sus orígenes, los REIT no buscaban privilegiar al sector inmobiliario respecto a otros sectores mediante la nula/reducida tributación de las rentas inmobiliarias, sino facilitar el acceso a la inversión inmobiliaria con la utilización de un vehículo societario a través del cual se pudieran gestionar dichos activos.

Las principales causas que motivaron la introducción de este tipo de figuras societarias (SOCIMIs) en el sistema español fueron las siguientes:

- **El fracaso de las Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria (IIC Inmobiliarias<sup>46</sup>).** Estas Instituciones, con régimen fiscal similar a las REITs, tenían por objeto la inversión en inmuebles en alquiler cuyo foco de atención era el mercado residencial.

El fracaso de estas instituciones se fundamentó en una doble limitación existente en ellas:

- Obligación de mantener, al menos, un 50% de la inversión en viviendas, residencias de estudiantes y residencias de la tercera edad;
  - Límite de la inversión mediante vehículos societarios al 15% del total de activos.
- **La proliferación de las REITs** en los principales países europeos de nuestro entorno que mostraban una alternativa de inversión mucho más atractiva.

Tabla 11. Número total de REITs existentes en países europeos (2009).

<b>País</b>	<b>Año regulación</b>	<b>Nº REITs</b>
Holanda	1969	6
Bulgaria	1994	18
Bélgica	1995	15

<sup>45</sup> VIÑUALES SANABRIA, L.M. *SOCIMI, ¿El Reit de nueva generación? Un estudio comparado*. Garrigues, Abogados y Asesores Tributarios. 2010

<sup>46</sup> Dentro de las Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria (IIC) encontramos los Fondos de Inversión Inmobiliarios (FII) y las Sociedades de Inversión Inmobiliarias (SII).

Francia	2003	44
Reino Unido	2007	20

Fuente: Elaboración propia a partir del estudio de Ernst & Young (2010).

- **La crisis inmobiliaria del año 2008.** A partir de dicha crisis, el gobierno español comprendió la necesidad de modernizar el mercado inmobiliario a través de la introducción de vehículos de inversión capaces de reactivarlo y agilizarlo.

## A.2. Principales características de las SOCIMIs

La regulación normativa de **las SOCIMIs**, viene dictada por la ley 11/2009, de 26 de Octubre, siendo sus características principales las siguientes:

- Son sociedades anónimas cotizadas cuyo objeto social es:
  - I. La adquisición, promoción y rehabilitación de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento.
  - II. La tenencia de participaciones en otras SOCIMIs o entidades (nacionales, internacionales) con mismo objeto social y similares características.
  - III. La tenencia de participaciones en Instituciones de Inversión Colectiva con objeto social similar
- Deben contar con un capital social mínimo de 5 millones de euros y su reserva legal no podrá exceder del 20% de su capital social.
- La SOCIMI deberá invertir el 80% del valor de sus activos en inmuebles urbanos (viviendas y locales comerciales / de negocio) destinados a su arrendamiento.

Tabla 12. Elementos en los que puede/no puede invertir una SOCIMI

Se incluye	Se excluye
Terrenos para promoción de inmuebles destinados a su arrendamiento	Inmuebles especiales: aeropuertos, puertos, autopistas, carreteras...
Participación en sociedades similares	Arrendamientos financieros (como arrendador)

Fuente: Elaboración propia.

- Los ingresos del ejercicio deben proceder, en un 80%, del arrendamiento de los bienes determinados anteriormente, y/o de dividendos procedentes de participaciones afectas al cumplimiento de su objeto social principal.
- Existe una serie de limitaciones en cuanto al periodo mínimo de mantenimiento de un activo por parte de las SOCIMIs

*Tabla 13. Elementos patrimoniales con permanencia en la SOCIMI (por ley).*

<b>Elemento</b>	<b>Mantenimiento</b>
Activo arrendado	3 años
Participaciones en otras sociedades	3 años

*Fuente: Elaboración propia.*

- Distribución del 50% de los beneficios procedentes de transmisiones de inmuebles o participaciones. El 50% restante deberá ser reinvertido en los 3 años siguientes a la transmisión de dichos activos.
- Distribución del 100% de los beneficios procedentes de dividendos percibidos.
- Distribución del 80% del resto de los beneficios obtenidos.

Una vez analizadas las principales características de las SOCIMIs, es necesario estudiar su **régimen fiscal**, el cual se asemeja al del esquema básico de los REITs internacionales, esto es, la fiscalidad se traslada a los socios vía dividendos distribuidos y las rentas obtenidas por la propia institución quedan exentas de tributación.

### **A.3. El atractivo régimen tributario de las SOCIMIs**

Para analizar el régimen tributario de las SOCIMIs, es necesario distinguir entre la tributación de la sociedad y la tributación de los socios/accionistas de la SOCIMI.

Es fundamental entender el régimen tributario que presentan estos vehículos de inversión ya que es una de las principales causas de su atractivo para los inversores.

### Tributación directa de las SOCIMIs

Como se ha dicho anteriormente, la fiscalidad se traslada a los socios vía dividendos distribuidos y las rentas obtenidas por la propia institución quedan exentas de tributación.

- La norma tributaria establece un régimen general de tributación de las SOCIMIs del 0% en el Impuesto sobre Sociedades.
- Con el fin de garantizar la efectiva tributación de los beneficios obtenidos por la SOCIMI, cuando el socio (con una participación igual o superior al 5%) que perciba el dividendo tribute a un tipo inferior al 10%, la SOCIMI quedará sometida a un gravamen especial del 19%.
- En caso de generarse bases imponibles negativas, las mismas no podrán ser compensadas con bases imponibles positivas que se obtengan en un futuro.
- No será aplicable ninguna deducción ni bonificación sobre la cuota de las previstas en la Ley del Impuesto sobre Sociedades (LIS).

### Tributación de los socios de las SOCIMIs

Los dividendos que distribuya la SOCIMI con cargo a beneficios o reservas respecto de los que se haya aplicado el régimen fiscal especial tributarán de la siguiente manera:

- **Sujeto pasivo del IS o del Impuesto sobre la Renta de no Residentes (IRNR) con establecimiento permanente**, no se aplicará la deducción establecida para evitar la doble imposición interna: dividendos y plusvalías de fuente interna.
- **Contribuyente del IRPF**, régimen general.
- **Contribuyente del IRNR sin establecimiento permanente**, régimen general.

Las rentas obtenidas en la transmisión o reembolso de la participación en el capital de estas sociedades recibirán el siguiente tratamiento:

- Cuando el transmitente o perceptor sea un **sujeto pasivo del IS o del Impuesto sobre la Renta de no Residentes (IRNR) con establecimiento permanente**, no

se aplicará la deducción establecida para evitar la doble imposición interna: dividendos y plusvalías de fuente interna.

- Cuando el transmitente o perceptor sea un **contribuyente del IRPF**, la plusvalía o minusvalía se determinará de acuerdo con lo previsto en dicha ley para acciones cotizadas.
- Cuando el transmitente o perceptor sea un **contribuyente del IRNR sin establecimiento permanente**, no será de aplicación la exención relativa a *rentas derivadas de las transmisiones de valores o el reembolso de participaciones en fondos de inversión realizados en alguno de los mercados secundarios oficiales de valores españoles*.

#### **A.4. Las SOCIMIs como vehículo de inversión. Naturaleza y Rendimientos**

Las SOCIMIs son vehículos de inversión indirecta ya que actúan como “intermediarios” en la compra de inmuebles. Los inversores confían su capital en este tipo de sociedades y los comités de inversión de las SOCIMIs deciden qué tipo de inmueble y la forma de adquirirlos.

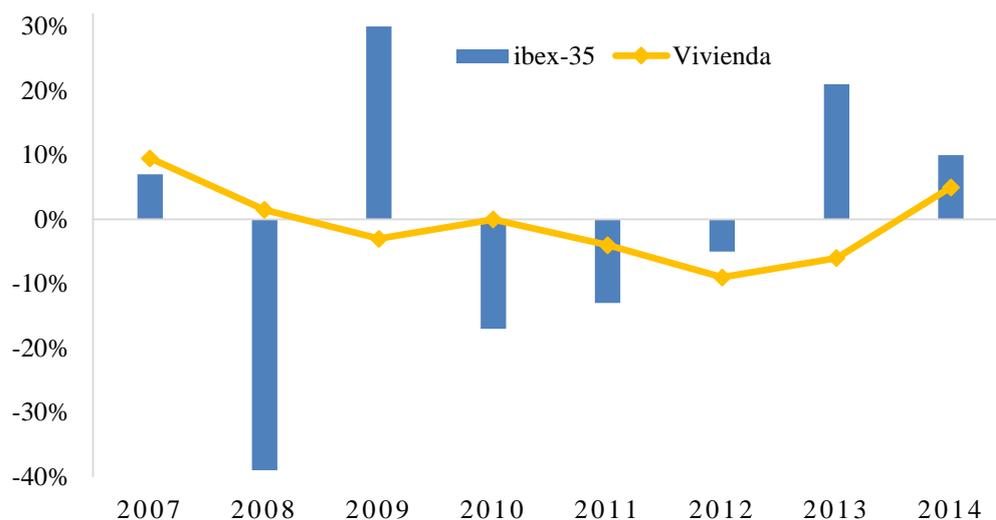
La **naturaleza** de este tipo de vehículos de inversión se puede vincular con la de tres tipos de activos de naturaleza diferente entre ellos: a) los inmobiliarios, b) los cotizados en mercados continuos y, c) los de renta fija. Este hecho se debe a que las SOCIMIs, como se ha analizado anteriormente, son Sociedades cotizadas cuyo principal foco de atención es la compra y explotación de inmuebles y tienen la obligación de repartir dividendos equiparables a los cupones de la deuda.

De esta manera, las SOCIMIs pueden corregir parte de las ineficiencias del sector inmobiliario vistas anteriormente en el epígrafe 3 (Variables alejadas del mercado de activos financieros). Son vehículos que mejoran la transparencia del mercado inmobiliario, su eficiencia informacional (se pueden conocer las transacciones realizadas), su liquidez, su eficiencia operacional (costes inferiores a la adquisición directa) y aumentan la accesibilidad de los inversores minoristas.

En relación con los **rendimientos** que ofrecen las SOCIMIs, debemos tener presente que son instrumentos cotizados en el mercado continuo y el valor de las acciones representativas de su capital social está expuesto a la volatilidad de los ciclos bursátiles. Por esta misma razón, las rentabilidades ofrecidas por estos vehículos de inversión

podrían asemejarse a las tendencias marcadas por el Ibex-35 u otros índices bursátiles y, por lo tanto, ser superiores a las que puede ofrecer la inversión en vivienda. Podemos observar las diferencias entre la rentabilidad del Ibex-35 y de la vivienda a partir del siguiente gráfico:

Gáfico 19. Rendimiento del Ibex-35 (crecimientos anuales) y del mercado de la vivienda (%).



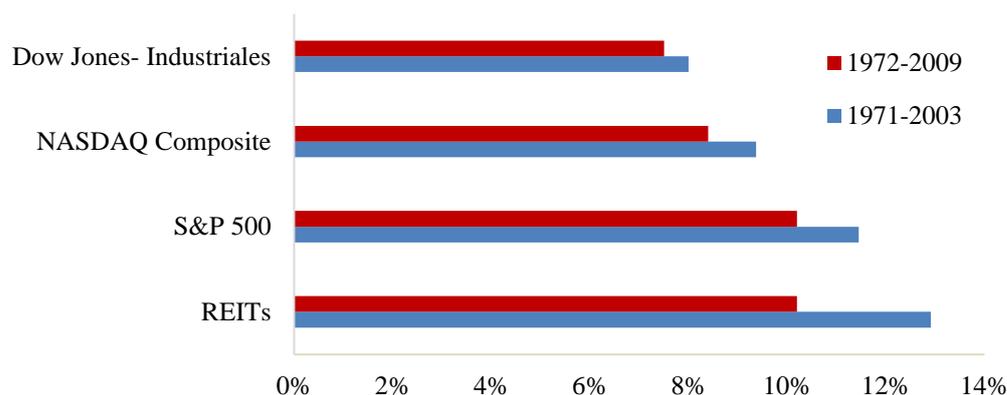
Fuente: Elaboración propia.

Del mismo modo, la mayor rentabilidad de las sociedades inmobiliarias cotizadas sobre otros activos y su similitud con los retornos bursátiles, la podemos observar a partir de los estudios elaborados por NAREIT en 2003 y 2009. Dichos estudios se centraron en analizar los retornos medios de los REITs, figura equivalente a las SOCIMIs, y de la renta variable durante los periodos 1971-2003 y 1972-2009 en Estados Unidos (país que contaba con 149 REITs en el año 2009<sup>47</sup>).

Como podemos observar a partir del gráfico que se muestra a continuación, el periodo comprendido entre los años 1971 y 2003 presenta mayores rentabilidades medias (para los REITs y los mercados continuos) ya que no se incluye el efecto recesivo del inicio de la crisis financiera del año 2008. Del mismo modo, observamos mayores rentabilidades en los vehículos inmobiliarios cotizados.

<sup>47</sup> ERNST & YOUNG *Global Real Estate Investment Trust Report* 2010.

Gáfico 20. Rendimientos medios de los REITs y de los mercados continuos (1972-2009/1971-2003)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de NAREIT (2003 y 2009)

Las causas de la elevada rentabilidad de los REITs se deben principalmente a las grandes facilidades de acceso a la financiación que existía durante esos años, a la eficacia de los gestores por encima de los costes de gestión y a una elevada demanda comparada con la oferta de REITs en el mercado.<sup>48</sup>

## B. Principales vehículos de inversión

En este epígrafe vamos a analizar las principales alternativas que tiene un inversor en la actualidad para invertir en el sector inmobiliario español y cuál es la opción más “atractiva” en términos de rentabilidad potencial. Finalmente, concluiremos esta sección dando una recomendación de compra/venta sobre una de las alternativas expuestas.

El análisis está orientado a dar respuesta al segundo objetivo principal de este trabajo de investigación:

- **Determinar si la forma de instrumentar la inversión inmobiliaria en España es más o menos atractiva a través de la figura de las SOCIMIs.**

Las principales alternativas que tiene un inversor para invertir en el sector inmobiliario español son:

1. La inversión directa en inmuebles.

<sup>48</sup> FERNANDEZ GIMENO, J., LLOVERA SAEZ, F., ROIG HERNANDO, J. *Los REITs españoles como vehículo de inversión y financiación de la actividad inmobiliaria: las SOCIMI* 2011

2. La inversión en acciones de SOCIMIs.
3. La inversión en acciones de sociedades inmobiliarias cotizadas no SOCIMI.

En primer lugar vamos a comparar la inversión directa por parte de inversores frente a la inversión en SOCIMIs y otras sociedades inmobiliarias; en segundo lugar, analizaremos las diferencias entre ambos tipos de sociedades inmobiliarias cotizadas y, finalmente, daremos nuestra recomendación de inversión.

### B.1. Inversión directa e indirecta en inmuebles

La principal diferencia entre ambas formas de inversión radica en la existencia de un **vehículo financiero intermedio**. Este intermediario, presente en las inversiones indirectas, es la sociedad inmobiliaria cotizada. La existencia de un nexo de unión entre el inversor y el inmueble presenta una serie de ventajas e inconvenientes a la hora de gestionar los riesgos y rendimientos. Siempre que exista un vehículo intermedio, los costes de gestión se incrementarán con respecto a una actuación / explotación directa. La contrapartida de ese incremento de costes debería ser la reducción de riesgos derivados de la decisión de inversión y desinversión en los inmuebles. Las sociedades cotizadas en mercados secundarios ofrecen una mayor transparencia para ejecutar su análisis (e indirectamente el de sus activos inmovilizados) al tratarse de mercados regulados.

En la tabla que se muestra a continuación, podemos comparar ambas opciones desde el punto de vista del inversor:

*Tabla 14. Diferencias entre las inversiones en sociedades inmobiliarias cotizadas y las inversiones directas.*

Concepto	Sociedades inmobiliarias cotizadas	Inversión directa
<b>Tipo Inversión</b>	Inversión indirecta	Inversión directa
<b>Sector de influencia</b>	-Vinculación al sector inmobiliario -Vinculación al sector bursátil -Resultado de ambas vinculaciones: 1. Corrección ineficiencias sector inmobiliario	-Vinculación al sector inmobiliario -Resultado de dicha vinculación: 1. Ineficiencia informacional (difícil accesibilidad al histórico de operaciones), 2. Falta de liquidez

	2. Mayores rentabilidades potenciales	3. Menor rentabilidad potencial
<b>Accesibilidad</b>	Gran accesibilidad por parte de los inversores (precios de acciones asequibles)	Altos precios de adquisición de viviendas. Necesidad de financiación ajena.
<b>Gestión</b>	La gestión activa de los inmuebles se lleva a cabo por expertos en el sector	La gestión activa se lleva de forma personal salvo que se subcontrate (€)
<b>Acceso carteras diversificadas</b>	Posibilidad de invertir en una cartera de inmuebles diversificada ( <u>tipología</u> : hotel, residencial, oficinas, centro comercial y <u>localización</u> : zonas prime)	No es posible adquirir una cartera diversificada de inmuebles. La única opción asequible es la inversión en vivienda o locales pequeños.
<b>Periodo tiempo</b>	Estrategia corto-medio plazo	Estrategia de largo plazo
<b>Experiencia</b>	Experiencia del equipo inversor-gestor-financiero	Mayor dificultad en la búsqueda de la “inversión óptima”
<b>Gestión de riesgos</b>	Riesgos derivados (impagos rentas y desperfectos) son asumidos por la sociedad	Riesgos derivados (impagos rentas y desperfectos) son asumidos de forma individual

*Fuente: Elaboración propia*

Como podemos observar, la inversión directa en inmuebles otorga una mayor autonomía al inversor ya que es él, directamente quien debe realizar las tareas de investigación, adquisición, gestión y venta. En nuestra opinión, esta tipología de inversión estaría reservada para inversores con altos niveles adquisitivos que tengan objetivos a largo plazo y puedan permitirse gastar anualmente determinadas cuantías en el mantenimiento de dichos inmuebles.

Por otra parte, la inversión inmobiliaria indirecta (a través de una sociedad cotizada) presenta mejores condiciones para los inversores en términos de accesibilidad, gestión de riesgos, plazo de inversión y rentabilidad potencial. Este hecho lo podemos ver a partir de la siguiente tabla en donde se muestran las revalorizaciones de los precios de las principales SOCIMIs en España desde su creación. Todas ellas, superaron el aumento de valor medio del Ibex-35.

Tabla 15. Revalorización de las SOCIMIs y del Ibex-35 (agosto 2014- febrero 2015)

SOCIMI	Cotización Ag. 2014	Cotización 2015	Febrero	Revalorización
Merlin Properties	9,175	12,3050		34,11 %
Hispania	9,60	12,250		27,6 %
Grupo Lar	8,750	10,395		19 %
Axia Real Estate	8,950	12,635		41,17 %
Ibex-35	10.104	10.900		7,9 %

Fuente: Elaboración propia

## B.2. Inversión indirecta en inmuebles. Sociedades cotizadas inmobiliarias

La inversión inmobiliaria indirecta es aquella que se realiza a través de una sociedad intermediaria. En la actualidad española, encontramos dos instituciones diferentes que responden a este tipo societario:

- Las SOCIMIs, entre las que destacan Merlin Properties, Hispania, Grupo Lar y Axia Real Estate
- Las empresas inmobiliarias cotizadas, entre las que encontramos Realia, Colonial, Urbas, Unibail Rodamco...

De esta manera, debemos analizar las principales diferencias que encontramos entre ambas instituciones para poder concluir qué vehículo de inversión es el más favorable en términos de rentabilidad potencial.

Las principales ventajas que presenta una SOCIMI sobre las inmobiliarias cotizadas son:

- Bajo nivel de tributación.
- Reparto regular de dividendos: En un entorno de tipos bajos como en el que vivimos (depósitos y bonos del estado), las acciones con dividendos altos son un sustituto para el inversor típico de renta fija.
- La inversión inmobiliaria realizada por la SOCIMIs se ha producido después de la crisis del año 2008. Esto se traduce en una mayor fiabilidad en la valoración de sus activos.

Por el contrario, muchas de las sociedades inmobiliarias cotizadas, invirtieron en la compra de suelo e inmuebles durante el periodo de la burbuja inmobiliaria. Los precios de los inmuebles estaban sobredimensionados y actualmente se presenta una gran diferencia entre el valor real de sus activos y el de mercado (hecho que indudablemente afectará a su cotización bursátil). No todas las compañías inmobiliarias cotizadas han saneado suficientemente el valor de sus activos a pesar de la transparencia exigida por los mercados bursátiles.

Este fenómeno se puede apreciar observando y analizando la OPA lanzada por la SOCIMI Hispania Activos inmobiliarios sobre Realia (inmobiliaria cotizada). El precio ofrecido por la primera es de 0,49 euros por acción, lo que representa un descuento del 32% del valor de cotización de la compañía.

Por el contrario, las principales ventajas que presentan una inmobiliaria cotizada sobre las SOCIMIs son:

- Las SOCIMIs tienen que invertir todo el capital lo antes posible para rentabilizarlo, lo cual puede suponer el pago de sobrepagos en muchas ocasiones. Son entidades que cuentan con importantes cuantías de dinero que deben destinar a financiar proyectos inmobiliarios, no a su inversión financiera que aporta menores rentabilidades. En este sentido, la ventaja para las inmobiliarias cotizadas radica en que ya cuentan con todos sus activos adquiridos.
- La falta de liquidez existente en las acciones de las SOCIMIs (posibilidad de no existir compradores potenciales en el mercado) no se produce en el caso de las inmobiliarias cotizadas, ya que cuentan con un mayor número de transacciones.

### **C. Sumario de conclusiones alcanzadas**

Es necesario recordar las principales conclusiones alcanzadas antes de determinar nuestra recomendación de inversión en el sector inmobiliario:

- Nos encontramos (finales del año 2014-principios del 2015) ante un punto de inflexión en la caída de los precios y rentas de los principales inmuebles de España: viviendas y oficina.

- El principal atractivo financiero de este tipo de inversiones se relaciona con su carácter diversificador y con los rendimientos que actualmente se pueden alcanzar.
- Los principales vehículos de inversión inmobiliarios existentes hoy en día en España son la inversión directa y la indirecta (sociedades inmobiliarias cotizadas).
- Los métodos de inversión indirectos en inmuebles presentan una serie de ventajas y facilidades sobre la inversión directa.
- Las atractivas características de las SOCIMIs y las desventajas de las inmobiliarias cotizadas tradicionales, sitúan a las primeras de ellas en una situación privilegiada.

#### **D. Recomendación de Inversión**

Una vez concluido el análisis sobre los principales vehículos de inversión inmobiliarios y basándonos en todo el estudio realizado anteriormente, podemos concluir que estamos en un buen momento (marzo del 2015) para invertir en el mercado inmobiliario y, desde nuestro punto de vista, el mecanismo de inversión que entendemos más aconsejable por seguridad (reducción de riesgos) y rentabilidad esperada, sería desarrollar la inversión a través de la participación en el capital social de SOCIMIs, siempre que la liquidez inmediata no sea fundamental.

Es importante destacar que esta recomendación es actual y no creemos que se prolongue durante muchos años ya que, como es lógico, si se produce un crecimiento generalizado del mercado inmobiliario y volvemos a sufrir una burbuja por un “sobrecalentamiento” de precios inmobiliarios, podríamos encontrarnos con una falta de liquidez sobre dichos valores (al no existir suficientes compradores potenciales de acciones de SOCIMIs). Es la desventaja de los mercados bursátiles, ya que el precio de la acción no depende solamente de las buenas inversiones realizadas y la estupenda gestión desarrollada. El valor puede caer claramente por falta de demanda de las acciones y, en paralelo, por un exceso en su oferta de venta.

## 5. CONCLUSION

El sector inmobiliario es uno de los sectores más importantes de la economía española ya que representa algo más del 16 % del PIB español (preámbulo de la Ley 11/2009, de 26 de octubre, reguladora de las SOCIMIs). Esta importancia fluctúa con el ciclo económico y los mayores porcentajes de representación se encuentran en los años de máxima expansión del mercado inmobiliario (2005-2007). El peso del sector de la construcción en la economía española evolucionó de un 6-9% del PIB español en el periodo 1995-2004, a un 11% del PIB durante el periodo 2005-2007.

Del mismo modo, podemos observar la relevancia de este sector en la economía global española a partir de su elevada capacidad de generar empleo. Del número total de empleos creados durante el periodo 1990- 2007, el 23% procedía del sector inmobiliario.

Esta fuerte dependencia, unida al “boom inmobiliario” y al sobredimensionamiento de dicho sector, hizo que España sufriera una de las peores crisis económicas de todo el entorno europeo durante los años 2008-2013. La tasa interanual del PIB se situó en un -3,8% en el año 2009 y la tasa interanual de desempleo en un 13%, durante ese mismo año.

El presente estudio trata de identificar si la actualidad española del año 2015 cuenta con variables que permitan tener una expectativa alcista del mercado inmobiliario y si, el nuevo instrumento legal de las SOCIMIS, es el mejor mecanismo financiero para desarrollar inversiones en dicho sector.

El enfoque del análisis se ha realizado desde la perspectiva del inversor, basándose en el método de valoración de descuentos de flujos de caja. Del mismo modo, la rentabilidad de los inmuebles en España, se ha analizado a partir del estudio de las variables “precios” y “rentas” de las viviendas y oficinas.

La evolución de estas variables ha sido muy similar a lo largo del tiempo ya que están directamente correlacionadas con la evolución de la economía española. Dichas variables se expanden a través del aumento de la demanda y las facilidades de financiación cuando la economía crece, y se resienten cuando la economía se contrae.

Del estudio de los precios y rentas de las viviendas y oficinas, podemos concluir que la el precio medio de las viviendas en España descendió un 31% durante el periodo 2007-2014. Esta caída generalizada de los precios, situó a los mismos en valores próximos a

los del año 2003 (1.930 €/m<sup>2</sup>). Del mismo modo, las rentas de las viviendas situadas en el centro de Madrid y Barcelona sufrieron una caída del 19% y 23% respectivamente (periodo 2008-2013). En este último año, las rentas medias de ambas ciudades se situaron en torno a 11,3 €/m<sup>2</sup>.

En relación con el mercado de las oficinas, los precios medios de dichos inmuebles situados en el centro de Madrid y Barcelona cayeron aproximadamente un 50% en el periodo 2007-2013. En el centro empresarial de Madrid, el precio medio se situó en 9.604 €/m<sup>2</sup> en el año 2007 y en 4.666 €/m<sup>2</sup> en el año 2013. En el caso del centro empresarial de Barcelona, los precios evolucionaron desde 5.774 €/m<sup>2</sup> a 2.900 €/m<sup>2</sup>, durante el mismo periodo de tiempo.

Las principales variables macroeconómicas muestran datos esperanzadores para la economía española y para el sector inmobiliario, en particular. El tipo de interés del bono español a 10 años, ha sufrido una ilusionante caída en menos de dos años. Dicho coste se situó en el 5,7% a finales del año 2012 y en el 1,7% a finales del año 2014. El crecimiento de nuestra economía durante el año 2014 fue del 1,3% y grandes instituciones financieras como el BBVA, Goldman Sachs y el FMI han elevado su previsión sobre el PIB español de 2015 al 2,7%, 2,2% y 2%, respectivamente. Del mismo modo, la tasa de desempleo en España descendió en el año 2014 y pasó a representar un 23,7% (año anterior 26%). Esta leve mejora es de gran importancia ya que nuestra economía llevaba encadenando crecimientos negativos de desempleo desde el año 2006.

En relación con variables macroeconómicas del sector inmobiliario, debemos centrarnos en el final de la caída del mercado hipotecario. Los bancos comerciales, impulsados por los bajos costes de financiación (Euribor a 3 meses el 1/1/2015 se situó en 0,08%) están ofreciendo créditos muy interesantes para los particulares a bajos costes (Euribor+1%-1,7%). Como consecuencia de la mejora generalizada de la economía y las facilidades existentes en la financiación, la demanda de vivienda está volviendo a crecer por primera vez desde el año 2007. Esta demanda, tanto de viviendas usadas como nuevas, creció en el año 2014 un 10% aproximadamente.

Adicionalmente, la inversión inmobiliaria extranjera en España está teniendo una gran importancia en la recuperación del sector ya que ha aumentado un 15% desde el año pasado. La inversión inmobiliaria extranjera en España se situó en 6.453 millones de euros en el año 2013 y en 7.400 millones de euros en el año 2014.

Por otra parte, los informes de los expertos inmobiliarios de entidades financieras (IMF, BBVA, Bankia y Banco de España), consultoras inmobiliarias (JLL, BNP Paribas Real Estate, Colliers International y Aguirre Newman) y otras instituciones ligadas al sector (Sociedad de tasación, idealista y fotocasa) coinciden en situar al mercado inmobiliario en un punto de inflexión. Todos ellos consideran que los precios y rentas medias de las viviendas en España ya están experimentando indicios de mejora fruto del crecimiento de la renta per cápita y de la financiación. Por otra parte, en el sector de las oficinas, los expertos coinciden en que el centro de las principales ciudades experimentará las primeras mejoras ya que, la zona descentralizada sigue poseyendo altas tasas de disponibilidad.

Del análisis de las caídas de los precios y rentas de los inmuebles y de la situación macroeconómica, así como a partir de las opiniones de los expertos inmobiliarios, se puede concluir que la expectativa en relación con las rentas/precios futuros de las viviendas y oficinas sea mayoritariamente alcista. De esta manera, nos encontramos en un momento aconsejable para la compra de inmuebles y posterior explotación.

Si bien las expectativas se basan en un análisis del sector inmobiliario en la actualidad, nunca se tiene la certeza de saber si se van a cumplir.

Analizando el binomio riesgo-rentabilidad de los activos inmobiliarios, se ha comprobado, en primer lugar, la falta de consenso entre los economistas sobre cuáles son las variables incidentes en la volatilidad de las inversiones inmobiliarias (algunos las aproximan a las inversiones cotizadas y otros las consideran independientes) y, en segundo lugar, la existencia de una serie de riesgos inherentes a toda inversión en dichos activos. Estos riesgos pueden ser mitigados mediante el desarrollo de procesos de “due diligence”, la contratación de pólizas de seguros, el estudio de la legislación vigente, la promoción de la ocupación de inmuebles o el aseguramiento de contratos financieros.

También se ha podido determinar, como el atractivo financiero de las inversiones inmobiliarias se relaciona, principalmente, con su carácter diversificador y con los rendimientos que actualmente ofrecen en relación con depósitos, activos de renta fija y valores cotizados. El elemento diversificador ha sido analizado a partir de varios estudios relativos a las correlaciones existentes entre activos inmobiliarios y se ha podido concluir que la diversificación geográfica parece ser más efectiva que la diversificación por tipo de inmueble.

En cuanto a los vehículos de inversión existentes en España para desarrollar este tipo de inversiones, se ha analizado la figura de las SOCIMIs (introducida en nuestro sistema a través de la ley 11/2009 de 26 de octubre) en contraposición a la inversión directa y a la inversión en otras sociedades inmobiliarias cotizadas. Se ha comprobado como ambos vehículos cotizados (SOCIMIs e inmobiliarias tradicionales) presentan mejores condiciones para los inversores que la inversión inmobiliaria directa en términos de accesibilidad (precios de acciones VS precio inmueble), gestión de riesgos (la información sobre las transacciones es asequible al encontrarnos en mercados regulados), plazo de inversión (posiciones cortas VS largo plazo) y rentabilidad potencial (valores cotizados con mayores márgenes de crecimiento y revalorización).

Finalmente, las atractivas características financieras y tributarias de las SOCIMIs y las ventajas existentes sobre el resto de alternativas, nos ha hecho situar a las primeras en una situación privilegiada para todo inversor interesado en el sector inmobiliario.

Así, se ha concluido el trabajo de investigación dando una recomendación actual (Marzo del 2015) de compra sobre las SOCIMIs existentes en el mercado continuo, a la vez que se ha establecido una metodología de revisión del sector para futuras inversiones en este tipo de activos y del mecanismo de inversión de las SOCIMIs.

## 6. ANEXO

En este anexo se ha realizado, a modo de ejemplo, una valoración de un inmueble través del método de descuento de flujos de caja. El objetivo de este análisis se centra en la comprensión de dicho método y en la determinación de la rentabilidad que ofrece un inmueble.

El inmueble en cuestión es una oficina situada en una calle céntrica de Barcelona y los datos han sido obtenidos a partir de una adquisición elaborada por la SOCIMI Hispania, en el año 2014. La elaboración es propia

Es necesario explicar las principales hipótesis que han sido utilizadas para elaborar este modelo de valoración:

El periodo de la inversión es de **cinco años** y se ha optado por un escenario conservador, en donde las revalorizaciones no son las máximas posibles y en donde el inmueble **no cuenta con inquilinos inicialmente** (se alquila progresivamente durante el primer año).

Como podemos observar, la Tasa Interna de Rentabilidad de esta oficina de 4.000 m2 es del **8%** sin financiar el proyecto con deuda. Si incluimos deuda, la TIR aumentaría porque el coste de financiación es menor que el rendimiento que ofrece la inversión sin deuda.

Entrada (Inicial)		Salida (Final)	
Oficina: 4.000 m2		Oficina: 4.000 m2	
Fecha Entrada	30/06/2015	Fecha Entrada	30/06/20120
Renta Entrada (€/m2)	11 €/m2	Renta Salida (€/m2)	14 €/m2
Precio (€/m2)	1.908	Precio (€/m2)	2.577
<b>Precio Compra</b>	<b>7.630.345</b>	<b>Precio Venta sin ajuste por Valor Actual</b>	<b>10.309.180</b>
Notario	3.000	Ajuste por Valor Actual	-73.414
Due Diligence + Contracto	100.000	<b>Precio de venta total</b>	<b>10.235.765</b>
<b>Precio Total (€)</b>	<b>7.790.572</b>		
Inversión en Capex (€/m2)	100 €/m2	<b>Revalorización Rentas</b>	<b>27%</b>
Capex (€)	400.000	<b>Revalorización Precios</b>	<b>35%</b>
<b>Inversión total (incluyendo Capex)</b>	<b>8.190.572</b>		

*Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos por Hispania en su adquisición de la oficina situada en la Calle Diagonal (Barcelona).*

	<b>Entrada</b>										<b>Salida</b>
	<b>30/06/2015</b>	<b>31/12/2015</b>	<b>30/06/2016</b>	<b>31/12/2016</b>	<b>30/06/2017</b>	<b>31/12/2017</b>	<b>30/06/2018</b>	<b>31/12/2018</b>	<b>30/06/2019</b>	<b>31/12/2019</b>	<b>30/06/2020</b>
Nuevos inquilinos (%)		30,0%	20,0%	30,0%	20,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Inquilinos perdidos (%)		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Espacio libre (%)	100,0%	70,0%	50,0%	20,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Espacio libre	4.000,00	2.800,00	2.000,00	800,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Inquilos iniciales (m2)	0	0	1.200	2.000	3.200	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000
Nuevos inquilinos (m2)	0	1.200	800	1.200	800	0	0	0	0	0	0
Inquilinos perdidos (m2)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inquilinos finales (m2)	0	1.200	2.000	3.200	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000
Renta nuevos inquilinos (€/sqm)	11,00	11,27	11,55	11,84	12,13	12,43	12,73	13,05	13,37	13,70	14,04
Renta antiguos inquilin (€/sqm)	0,00	0,00	11,44	11,48	11,79	11,86	12,04	12,04	12,22	12,22	12,40
Renta media	0,00	11,27	11,48	11,62	11,86	11,86	12,04	12,04	12,22	12,22	12,40
<b>Ingresos brutos</b>		<b>40.578</b>	<b>110.093</b>	<b>180.420</b>	<b>255.478</b>	<b>284.584</b>	<b>288.853</b>	<b>288.853</b>	<b>293.186</b>	<b>293.186</b>	<b>297.584</b>
Gastos No Repercutibles		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Coste espacio libre		(102.000)	(72.000)	(42.000)	(12.000)	0	0	0	0	0	0
<b>Ingreso neto por operaciones</b>		<b>(61.422)</b>	<b>38.093</b>	<b>138.420</b>	<b>243.478</b>	<b>284.584</b>	<b>288.853</b>	<b>288.853</b>	<b>293.186</b>	<b>293.186</b>	<b>297.584</b>
Retribución Gestión		(2.029)	(5.505)	(9.021)	(12.774)	(14.229)	(14.443)	(14.443)	(14.659)	(14.659)	(14.879)
Incentivos		(40.578)	(27.720)	(42.607)	(29.106)	0	0	0	0	0	0
Honorarios comercialización		(20.289)	(13.860)	(21.303)	(14.553)	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>		<b>(124.318)</b>	<b>(8.991)</b>	<b>65.489</b>	<b>187.045</b>	<b>270.355</b>	<b>274.410</b>	<b>274.410</b>	<b>278.527</b>	<b>278.527</b>	<b>282.704</b>
Capex (nuevos inquilinos)		(6.000)	(4.000)	(6.000)	(4.000)	0	0	0	0	0	0
Capex (inicial)		(400.000)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Cash Flow Operaciones</b>		<b>(530.318)</b>	<b>(12.991)</b>	<b>59.489</b>	<b>183.045</b>	<b>270.355</b>	<b>274.410</b>	<b>274.410</b>	<b>278.527</b>	<b>278.527</b>	<b>282.704</b>

<b>TIR 2020</b>	<b>8,0%</b>
-----------------	-------------

## 7. BIBLIOGRAFÍA

- Cannon, S., Miller, N. (2006): "Risk and return in the US housing market: A cross-sectional asset-pricing approach". *Real Estate Economics*, 519-552.
- Chong, J., Krystalogianni, A., Stevenson, S. (2011): "Dynamic correlations across REIT sub-sectors". *Working Papers in Real Estate and Planning*.
- Cuadrado Roura, J., Lopez Morales, J. (2009): "El sector construcción en España: análisis, perspectivas y propuestas". *Colegio libre de Eméritos*, 7-25.
- Farraguer, E.J., Kleinman, R.T. (1996): "A re-examination of real estate investment decision practices". *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 2(1), 31-39.
- Fernandez Gimeno, J., Llovera Saez, F.J. y Roig Hernando, J. (2012): "Los REITs españoles como vehículos de inversión y financiación de la actividad inmobiliaria: Las SOCIMI". *Intangible Capital*.
- Ferruz Agudo, L., Coca Villalba, F. y Marco Sanjuan, I. (2010): "Análisis de estilo de los fondos de inversión inmobiliarios en España: índices de crecimiento y valor". *Análisis financiero*.
- Fuentes Castro, D. (2009): "Rentabilidad de la inversión en vivienda, apalancamiento y especulación". *Boletín económico de ICE*, nº 2979, 1-20.
- Fuerst, F., Marcato, G. (2009): "Drivers of fund performance: A panel data analysis".
- Gallardo Olmedo, F., Lamonthe Fernandez, P. y Mendez Suarez, M. (2010): "Herramientas de gestión de riesgos basadas en modelos de simulación para carteras de activos inmobiliarios". *Análisis financiero*.
- Kaiser, R. (2005): "Investment styles and style boxes in equity real estate: can the emerging model succeed in classifying real estate alternatives?" *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 5-18.

Kim hiang, L., Kim Hin David Ho, Muhammad Faishal, I. Y Ziwei C. (2009):  
“Correlation and volatility in international real estate securities”. *Journal of Real Estate Finance and Economics*.

Li, C., Yung, K. (2007). “Real estate mutual funds: a style analysis”. *Financial Services Review*, 16(4), 261-273.

Mccoy, B.H. (2006): “The Dynamics of Real Estate capital markets. A practitioner’s perspective” *Urban land institute*.

Ortiz Madrigal, G. (2006): “Análisis de la industria de los fondos inmobiliarios”.  
*Intangible capital*.

Pérez Quirós, G. (2012): “El papel del crédito como predictor del ciclo económico”. *Boletín económico del Banco de España, diciembre 2012*.

VIÑUALES SANABRIA, L.M. (2010): “¿El Reit de nueva generación? Un estudio comparado”. *Garrigues, Abogados y Asesores Tributarios*.

Ziering, B., McIntosh, W. (1999): “Property size and risk: why bigger is not always better”. *Journal of Real Estate Portfolio Management*.

#### **PÁGINAS WEB CONSULTADAS:**

Idealista. (2015). Histórico precios vivienda y rentas alquiler. Disponible:  
[www.elidealista.com](http://www.elidealista.com). Ultimo acceso 15 Mar 2015.

Fotocasa. (2015). Precios de la vivienda. Disponible: <http://www.fotocasa.es/>.  
Ultimo acceso 20 Febrero 2015.

#### **OTRAS PUBLICACIONES:**

Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el mercado inmobiliario. BOE núm. 259 de 26 Octubre 2009.

Aguirre Newman. (2014): “Informe sobre las oficinas de Madrid y Barcelona”. Análisis mercado inmobiliario, diciembre 2014.

Banco de España. (2014): “Informe de proyecciones de la economía española”. Boletín económico del Banco de España, marzo 2014.

Bankinter. (2014): “Punto de inflexión en el sector inmobiliario. ¿Una oportunidad para invertir?” Análisis de mercado inmobiliario, julio 2014.

BBVA. (2011): “El impacto económico de la construcción y de la actividad inmobiliaria”. Servicios de Estudios Económicos, octubre 2011.

BBVA. (2014): “Situación actual de España”. Servicios de Estudios Económicos, octubre 2014.

BNP Paribas Real Estate. (2014): “Mercado de oficinas Madrid y Barcelona”. Informe de mercado, noviembre 2014.

Colliers International. (2014): “Office Snapshot. EMEA”. Análisis de mercado, II trimestre 2014.

Ernst & Young. (2010): “Global Real Estate Investment Trust Report” Informe No. DF0099.

International Monetary Fund. (2015). “Housing recoveries: cluster report on Denmark, Ireland, Kingdom of the Netherlands-the Netherlands, and Spain. Multi-country report”. Informe de mercado, enero 2015.

Jones Lang Lasalle. (2014). “Mercado de oficinas Madrid y Barcelona. Análisis mercado, III trimestre 2014.

Jones Lang Lasalle. (2014). “European Office Property Clock”. Análisis mercado, IV trimestre 2014.

Sociedad de Tasación. (2014). “Mercado inmobiliario español”. Informe anual, diciembre 2014