

Tendencias del Mercado Inmobiliario® Europa

2009



**Urban Land
Institute**

PRICEWATERHOUSECOOPERS 

Tendencias del Mercado Inmobiliario® Europa 2009

Una publicación de:



Tendencias del Mercado Inmobiliario® Europa

20
09

Índice

1 Resumen ejecutivo y prefacio

2 Capítulo 1 Agazapados

- 4 Aceptación
- 4 Nuevo orden mundial
- 5 Contexto económico para 2009
- 6 ¿Dónde está el fondo?
- 7 Esperando las ventas
- 8 ¿Dónde invertir?
- 9 ¿Qué comprar?
- 9 Deuda en venta
- 10 Nichos
- 10 Sostenibilidad
- 11 El coste humano
- 11 Estrategias de supervivencia

12 Capítulo 2 Flujos de capital inmobiliario

- 13 Capital: en el banquillo
- 14 Fondos soberanos: de salvadores nada
- 15 Inversores institucionales: el efecto denominador
- 17 Vehículos de propiedad privada: atrincherados
- 18 Fondos *open-ended*: cerrados
- 19 OPCI: en ciernes
- 20 Mercado inmobiliario cotizado: languideciendo
- 22 Mercados de deuda: ¿cerrados hasta cuándo?
- 23 CMBS ¿R.I.P.?
- 24 Derivados, ¿hay alguien ahí?

26 Capítulo 3 Mercados en el punto de mira

- 28 ¿Dónde vamos ahora?
- 29 Diez principales mercados
- 35 Los siguientes diez mercados
- 40 Otras ciudades

44 Capítulo 4 Panorama de la inversión inmobiliaria

- 47 Locales comerciales
- 50 Hoteles
- 52 Uso mixto
- 53 Vivienda
- 55 Oficinas
- 57 Industrial/Distribución

60 Entrevistados

Equipo editorial

Tendencias del mercado inmobiliario® Europa 2009 - Presidencia

Richard M. Rosan, Urban Land Institute
Kees Hage, PricewaterhouseCoopers (Luxemburgo)

Asesoría principal

Patrick R. Leardo

Autoría principal y asesoría

Alex Catalano, Urban Land Institute Consultant
Chuck DiRocco, PricewaterhouseCoopers (EE. UU.)
Lydia Westrup, Urban Land Institute Consultant

Dirección y asesoría

Dean Schwanke, Urban Land Institute

Edición y asesoría

Rachelle L. Levitt, Urban Land Institute

Investigación y asesoría

Stephen Blank, Urban Land Institute
John Forbes, PricewaterhouseCoopers (RU)

Asesoría

William P. Kistler, Urban Land Institute
Dan Lavis, PricewaterhouseCoopers (RU)

Tendencias del mercado inmobiliario® es una marca registrada de PricewaterhouseCoopers LLP en los Estados Unidos y la Unión Europea.

© Enero de 2009, ULI—the Urban Land Institute y PricewaterhouseCoopers LLP. Todos los derechos reservados. "PricewaterhouseCoopers" se refiere a la red de firmas miembros de PricewaterhouseCoopers International Limited; cada una de las cuales es una entidad legal separada e independiente. Esta publicación no se puede reproducir en modo alguno, ni con métodos electrónicos ni mecánicos, incluyendo fotocopia o grabación, almacenar, transmitir ni alterar de ningún modo sin el consentimiento por escrito del editor.

La presente publicación se ha elaborado únicamente con fines orientativos; no pretende sustituir al asesoramiento profesional. No deben tomarse decisiones a partir de la información contenida en esta publicación sin el debido asesoramiento profesional. No se puede garantizar (ni de modo implícito ni explícito) que la información contenida en el presente informe sea completa ni exacta y, con arreglo a la legislación vigente, PricewaterhouseCoopers LLP y Urban Land Institute no se hacen responsables de las consecuencias derivadas de que el lector o una tercera persona actúe, o se abstenga de hacer algo, a consecuencia de la información contenida en el presente informe, y tampoco se aceptan responsabilidades derivadas de decisiones tomadas en base al presente informe.

Citación bibliográfica recomendada

ULI—the Urban Land Institute y PricewaterhouseCoopers LLP. *Tendencias del mercado inmobiliario®*, Europa 2009. Washington, D.C.: ULI—the Urban Land Institute, 2009.

ULI Catalog Number: E37
ISBN: 978-0-87420-117-8

PricewaterhouseCoopers, asesoría e investigación

Alemania: Helmut Trappmann, Jochen Brücken, Thomas Veith, Susanne Eickermann-Riepe, Konstantin Kortmann

Austria: Marcus Brugger, Julia Mladek, Maria Obermoser, Wolfgang Vejdovsky

Bélgica: Maarten Tas, Nancy Van de Voorde, Grégory Jurion

Bulgaria: Ivailo Vatev

Dinamarca: Karsten Rasmussen, Lene Pihl

España: Aida García Mieza, Ignacio Echegoyen, Miguel Martín Rabadán, Carlos Rodríguez Pereira, Guillermo Massó

Francia: Bruno Lunghi, Jean-Baptiste Deschryver, Antoine Grenier, Daniel Fesson, Geoffroy Schmitt, Franck David, Jacques Taquet

Italia: Christine Savignon, Elisabetta Caldirola, Gianluigi Lanotte, Giovanni Ferraioli, Sergio Pizzarelli, Alberto Londi

Países Bajos: Aad Rozendal, Christianne Noordermeer Van Loo, Eric Hartkamp, Jan Manschot, Jeroen Elink Schuurman, Joop Kluft, Linda Leerkes, Maarten van Ginkel, Michael Bax, Rogier Mattousch, Serge de Lange, Sidney Herwig, Tanja van de Lagemaat, Wendy Verschoor, Willeke Ong

Polonia: Kinga Barchon, Katarzyna Kowalczyk, Malgorzata Szymanek-Wilk, Piotr Wyszogrodzki, Piotr Bojar

Portugal: Jorge Figueiredo, Elsa Silva Martins, Carla Matos, António Fonte-Santa

República Checa: Glen Lonie, Richard Jones

Rumanía: Silke Mattern

Rusia: Marina Kharitidi, Brian Arnold, Adrian Galis, Richard Gregson

Suecia: Mats Andersson, Henrik Persson, Robert Fonovich, Jörgen Sigvardsson

Suiza: Kurt Ritz, Daniel Matti

Turquía: Saban Degirmencioglu, Ozlem Guc Alioglu, Hurol Genc, Ersun Bayraktaroglu

Reino Unido: Amanda Berridge, Amanda Rowland, Andrew N. Smith, Ashley Coups, Bas Kundu, Carol O'Hare, Chad Buresh, Chris Jackson, Christopher Marjoram, Craig J. Davies, Deborah K. Parker, Derek Coe, Ed B. Cook, Erica S. Conway, Gerry Young, Irfan Butt, Jack Groom, John Forbes, John Hardwick, Jonathan Hook, Julie Pennington, Kevin J. Leaver, Neal Diplock, Nicholas H. Croft, Nigel Darlington, Pars S. Purewal, Rosalind Rowe, Ryan G. English, Sandra Dowling, Simon Boadle, Tracey Fordham, Victor R.E. Clarendon, Zoe Funk

ULI, producción y edición

Byron Holly, Senior Graphic Designer

David James Rose, Manuscript Editor

Craig Chapman, Director of Publishing Operations

Karrie Underwood, Administrative Assistant

Resumen ejecutivo

Los participantes del *Tendencias del Mercado Inmobiliario* esperan que 2009 sea un año difícil para el sector, pues la crisis financiera mundial ha sacudido las economías europeas, oscureciendo las perspectivas del mercado inmobiliario. Los mercados de transacciones tendrán una recuperación lenta, inhibida por la precaución y por la falta de deuda para los inversores, y se espera que salga al mercado una parte importante de propiedades con dificultades de pago.

Los gobiernos europeos están emprendiendo diferentes actuaciones para reanimar el crecimiento de sus economías, pero la mayoría de los países de la Europa Occidental entrarán en recesión durante 2009. Por su parte, en la Europa del Este se espera que el producto interior bruto (PIB) crezca, si bien a un ritmo mucho menor.

A pesar de todo, hay una cantidad sustancial de capitales previstos para el inmobiliario europeo en 2009. Nuestro estudio indica que las principales fuentes serán los vehículos de propiedad privada y las instituciones conservadoras, como los fondos soberanos, las compañías aseguradoras y los fondos de pensiones. Ahora bien, de momento están a la espera de que los precios se estabilicen antes de abrir sus bolsillos.

Los vehículos de propiedad privada han reunido unas cantidades importantes para el inmobiliario europeo: 23.000 millones de euros sólo en 2008. Pero muchos de los fondos existentes no lo tendrán fácil para mantener sus rendimientos, y la refinanciación será todo un reto.

Y es que en 2009 no habrá mucha disponibilidad de deuda para el inmobiliario europeo ya que los bancos están saneando sus balances. Vuelve el *relationship banking*, los ratios de apalancamiento moderados, y unos requisitos de suscripción más complicados general. Además, ahora que la titulización de los créditos comerciales ha pasado de momento a la historia, será difícil financiar las grandes operaciones.

Las acciones de las inmobiliarias que cotizan en bolsa están operando con descuentos nunca vistos con respecto al valor neto de sus activos. Los inversores están al acecho, a la espera de que los precios del inmobiliario toquen suelo para atacar.

En general, parece que los inversores esperan encontrar oportunidades en la inversión directa en el inmobiliario en 2009. Dan prioridad a la seguridad de los mercados más grandes, con más liquidez: el Reino Unido y Alemania. Ahora bien, los mercados emergentes de Rusia y Turquía también siguen siendo populares, por su potencial a más largo plazo.

Las tasas de capitalización de todos los sectores inmobiliarios en principio seguirán avanzando en 2009. El Reino Unido va un paso por delante en este proceso de ajuste.

La combinación de las crecientes tasas de capitalización y de los menores tipos de interés está creando un desfase financiero

positivo para el inmobiliario europeo, a pesar de los mayores márgenes en los créditos.

Por el momento, el incremento de las tasas de capitalización y las turbulencias económicas están haciendo que los inversores se vuelvan a centrar en los sectores comerciales principales dejando de lado las alternativas con más potencial rentabilidad pero con mucho más riesgo. No obstante, las tendencias demográficas están despertando cada vez un mayor interés por el sector sanitario y la atención a la tercera edad, y también destaca que los elevados precios de las materias primas han desatado una moda pasajera por la inversión en propiedades agrícolas. La infraestructura, con sus flujos de caja parecidos a la renta fija, también está en el punto de mira.

Los principales seis mercados de inversión para 2009 son Múnich, Hamburgo, Estambul, Zúrich, Londres y Moscú. En general los mercados alemanes son relativamente más fuertes en comparación con el resto de ciudades de Europa. Estambul y Moscú siguen necesitando más oferta de productos de alta calidad en muchos sectores y tienen más potencial de crecimiento que todas las demás ciudades. Londres se está corrigiendo rápidamente y a lo largo del año sin duda ofrecerá posibilidades oportunistas. Zúrich es un mercado relativamente estable y las perspectivas no se han deteriorado tanto como en otros mercados, por lo que ha mejorado su posición relativa. En cuanto a las perspectivas de promoción y desarrollo, vuelve Estambul en primer lugar, seguido de Zúrich, Múnich y Moscú. Esta última parece ser la ciudad con mayores riesgos, pero la siguen de cerca Dublín y Madrid.

Por tipos de propiedad inmobiliaria, las puntuaciones han bajado en más de un punto para todas las categorías excepto una. Parece que en general todas presentan perspectivas "aceptables". Los locales comerciales son el sector que se pone a la cabeza, seguido por los hoteles, el uso mixto, los pisos de alquiler, las oficinas, industrial/distribución y residencial para venta, por ese orden. La distancia entre los seis primeros puestos es muy estrecha y ninguna categoría destaca especialmente. Si nos fijamos en los subsectores, se detecta una clara preferencia por las oficinas de centro ciudad en comparación con las del extrarradio. La búsqueda de calidad queda reflejada en la preferencia por mercados más líquidos y las ubicaciones céntricas.

Las perspectivas para la promoción inmobiliaria son bastante decepcionantes. Hoteles, uso mixto y oficinas del centro de la ciudad se citaban entre las mejores oportunidades, pero las perspectivas, en el mejor de los casos, son "aceptables".

Si se tiene inmobiliario de primera calidad, gracias a su rentabilidad, se podrá capear la tormenta en mejores condiciones que con el inmobiliario secundario o terciario, para el que se prevén serios problemas.

Prefacio

Como proyecto conjunto del Urban Land Institute (ULI) y PricewaterhouseCoopers, *Tendencias del mercado inmobiliario*® Europa es una publicación que pretende recoger las tendencias y las previsiones del sector y que conoce este año su sexta edición. El informe proporciona una mirada a las tendencias de promoción e inversión inmobiliaria europea, la financiación y los mercados de capitales inmobiliarios, los diferentes mercados de este sector, las áreas metropolitanas y otros temas relacionados con los bienes raíces.

Tendencias del mercado inmobiliario® Europa 2009 representa una mirada consensuada al futuro y refleja el punto de vista de más de 500 personas que cumplimentaron encuestas o fueron entrevistadas como parte del proceso de investigación llevado a cabo para la elaboración del presente informe. Los entrevistados y los encuestados representan a buena parte de los expertos del sector: inversores, promotores, inmobiliarias, entidades de crédito, brokers y consultores. Los investigadores del ULI y de PricewaterhouseCoopers entrevistaron personalmente a más de 248 personas y se recibieron 278 encuestas

cumplimentadas por personas en representación de los siguientes sectores:

Empresas de servicios inmobiliarios	26%
Inmobiliarias privadas o promotores	24%
Gestoras de inversión o inversores institucionales/activos	19%
Otros	19%
Bancos, entidades de crédito o de préstamos titulizados	6%
Inmobiliarias cotizadas o REIT (incluidas SIIC, SICAFI)	4%
Promotoras de vivienda o de desarrollo de suelo	2%

Se puede consultar la lista no completa de los participantes del estudio de este año al final de este informe. A todos los que nos han ayudado en este proyecto, desde el Urban Land Institute y desde PricewaterhouseCoopers, les queremos expresar nuestro más sincero agradecimiento por compartir con nosotros su valioso tiempo y sus conocimientos. Sin su participación, este informe no habría sido posible.



Agazapados

La financiación se ha esfumado, el valor se ha desplomado, y el capital está “a la espera”

“La cosa se complica”. Los inmobiliarios del mercado europeo están haciendo grandes esfuerzos para adaptarse a una situación que ha dado un cambio radical. La deuda se ha esfumado, el valor se ha desplomado y el capital “está a la espera”. Los bancos están siendo nacionalizados y los gobiernos están inyectando miles de millones en sus economías, con la esperanza de evitar una profunda recesión: “Hemos visto cómo un siglo de historia se reescribía en dos meses”.

Los inversores, los promotores, los banqueros y los intermediarios van a pasar por momentos “muy muy difíciles” en 2009. Tras la paliza recibida por la crisis de crédito, ahora se están preparando para una durísima recesión. “Todos están como agazapados”.

“La última vez, fue el inmobiliario el que hizo caer a los bancos; ahora son los bancos los que hacen caer al inmobiliario”, nos decía uno de nuestros entrevistados con cierto pesar. El sistema bancario europeo y estadounidense prácticamente se ha desplomado y eso ha sido “devastador” para el sector inmobiliario, que es un gran consumidor de deuda. “Yo lo compararía con la caída del Imperio Romano, aunque esta vez los bárbaros ya estaban dentro”. Reparar el sistema financiero será un proceso largo y duro.

Los encuestados del *Tendencias* se muestran preocupados por la posición de su sector en el nuevo orden financiero. “Mientras los gobiernos siguen haciendo experimentos con la economía, se puede producir efectos colaterales indeseables en el inmobiliario”. Ahora hay muchos bancos en manos estatales y se aguantan gracias al dinero de los contribuyentes. Los encuestados temen que sus préstamos vayan a parar a otros sectores más políticamente favorecidos: fabricantes de automóviles, hipotecas residenciales, pymes.

GRÁFICO 1-1
Participantes por alcance geográfico

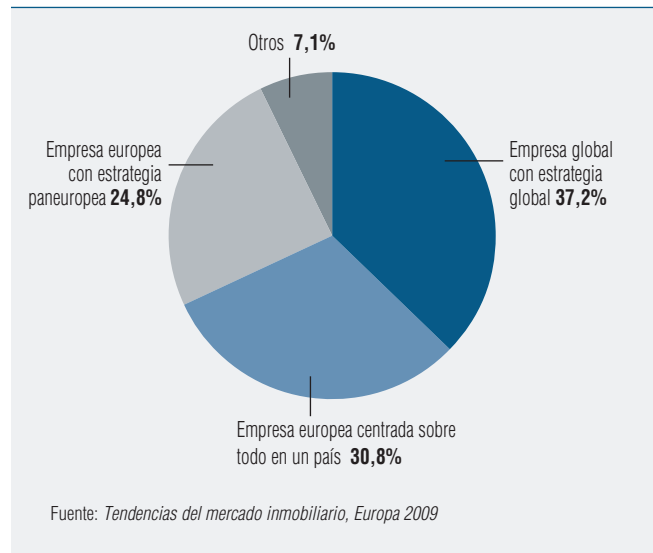
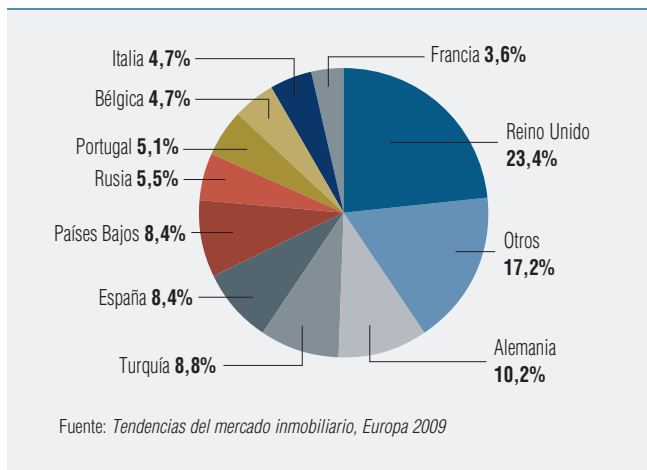


GRÁFICO 1-2
Respuestas por país



“No está claro [si] la inversión inmobiliaria es el tipo de sector que los gobiernos quieren apoyar. Quieren apoyar a empresas que produzcan cosas y que ofrezcan servicios, no a fondos de inversión que compren inmobiliario”.

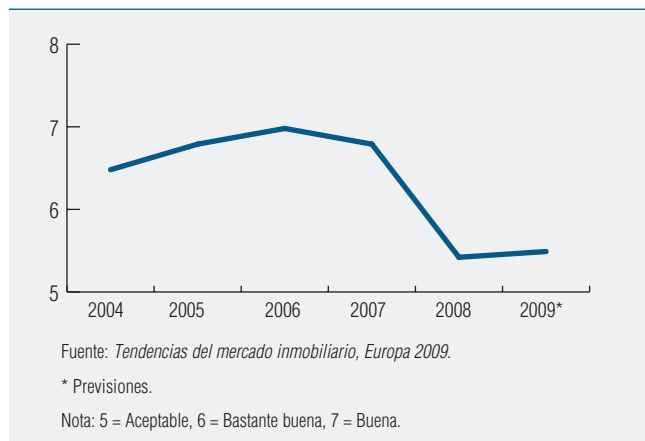
Solucionar lo que está pasando con las economías europeas será complicado. El año pasado, el sector inmobiliario se consolaba diciendo que, a pesar de la escasez de crédito, su base de mercado de oferta y demanda de alquileres estaba en buena forma. Ahora que la crisis financiera se ha expandido y ha pasado a recesión financiera, aquel margen de consolación se ha esfumado. Los consumidores han iniciado la retirada; las empresas van con las “luces apagadas” o recortan en inversión y personal. “Esto se trasladará a la demanda de alquileres. Veremos crecer la desocupación”. Los precios de los alquileres se estancarán o “sufrirán una cruda corrección”. “Todo está en *stand by* hasta que la gente vea que se ha tocado suelo. Veremos quién sobrevive y empezaremos de nuevo a construir a partir de ese suelo”.

“Los ciclos profundos son normales en el inmobiliario”, insiste un inversor internacional. Y aunque este bache puede parecer un *déjà vu* de lo que pasó en los noventa, hay algunas diferencias importantes: los mercados en general no tienen un exceso de promoción y los tipos de interés son bajos. Para los que tengan la liquidez —y la valentía— para invertir, esto puede ser una época dorada. “Algunas de las oportunidades de los años a venir son las mejores que hemos visto nunca en cuanto a hacer dinero en la recuperación hacia arriba”.

Aceptación

“Los inversores están en estado de *shock*, no se creen lo que está pasando y ahora empiezan a sufrir. Sólo cuando se es consciente de la situación se puede intentar ver la luz al final de túnel. Eso es lo que tenemos que hacer la mayoría de nosotros”.

GRÁFICO 1-3
Previsión de rentabilidad de las empresas inmobiliarias



El inmobiliario europeo sabe que son “tiempos duros”. Esto se refleja en las previsiones de rentabilidad del *Tendencias*, que son más pesimistas que las del informe del año pasado: era de esperar. La encuesta y la ronda de entrevistas para este estudio se hicieron en medio del desplome de Lehman Brothers y de los rescates bancarios que se sucedieron en Europa y en los Estados Unidos. Además, los expertos y los políticos ya hablaban de esa palabra que empieza por *r*, adelantando que la mayoría de las economías europeas se hundirían en el 2009.

Con todo, dos terceras partes de las empresas sondeadas para el *Tendencias* aseguran que sus beneficios en 2008 son aceptables o buenos. Para 2009 esperan lo mismo, o quizá un poco mejor, “porque los mercados estarán más activos”. “Como nuestros vehículos tienen una naturaleza a largo plazo, esperamos capear la tormenta y aún estamos optimistas con la rentabilidad final para nuestros inversores”, nos decía un gestor de inversiones.

Si esto suena como el triunfo de la esperanza por encima de la experiencia, cabe decir que muchos de los sondeados para esta edición del *Tendencias* ya son veteranos, porque ya sobrevivieron a la crisis de los noventa. En momentos difíciles, “los que conocen bien el sector y el mercado, juegan con gran ventaja”. “La experiencia es la mejor oportunidad”. “La mayoría de la gente que lleva las empresas inmobiliarias más importantes ya ha pasado por esto, lo que les facilita la aceptación de la realidad”, nos dice uno de los consejeros delegados entrevistados. “No estoy tranquilo, no hay placidez en estos momentos, pero sé lo que tengo que hacer”.

Nuevo orden mundial

“Los triunfadores de este ciclo serán los que primero dejen de negar la situación y empiecen a hacer sacrificios —con el valor del activo neto, el control o con la vaca sagrada de turno— para garantizar que su base sobreviva”.

En marcha corta: “El nuevo mantra es *desapalancamiento*”. En 2009, el inmobiliario europeo tendrá que aprender a vivir sin crédito. “La deuda se mantendrá atascada durante otro año aproximadamente”. El mercado de la deuda comercial, los CMBS, está “muerto”, los *conduits*, que confiaban en garantizar sus créditos, “son una especie en extinción”. “Los que conceden crédito sobre balance van a marcar las reglas: ¡mayores márgenes y condiciones de suscripción muy firmes!”. Pero aunque los bancos europeos no estén rellenos de basura tóxica, su capital está tensionado al máximo. “Es un sistema frágil”. Todo lo que esté en el orden de los 100 millones de euros o más de préstamo necesitarán *club délas* o sindicación”. “La financiación del vendedor se puede convertir en un factor crucial para las operaciones”. “Las opciones más raras simplemente no tendrán acceso a la deuda”.

Se acabaron las titulizaciones: “Se terminó y va para largo”. La desaparición de los títulos respaldados por hipotecas comerciales, los llamados CMBS, no está traumatizando en absoluto a los europeos, porque aquí no tenía el poder que tenía en los Estados Unidos. Si los CMBS resucitan, tendrán un aspecto muy distinto: menos complejos, más regulados. La apuesta inteligente ahora está en los bonos buenos, bien cubiertos, los de siempre, como los *pfandbrief* alemanes. “Ahora parece el momento adecuado. Será en buena parte la principal fuente de financiación de deuda utilizada”.

Restricciones del capital: “Hay mucho menos dinero disponible de lo que la gente se cree”. En teoría, el capital debería estar ahí, llevando la batuta en 2009, pero la “gente que de verdad tiene dinero” sigue pululando por fondos de pensiones, compañías de seguros, depósitos, fondos soberanos. Es más, los vehículos de propiedad privada amasaron el año pasado la ingente cantidad de 23.000 millones de dólares para el inmobiliario europeo. Pero “ahora la gente no está para tomar decisiones”. “Yo le he dicho a mis clientes: vamos a reservar nuestra pólvora seca, vigilamos atentamente el mercado y luego dispararemos”, nos decía un gestor de inversiones. Los precios están todavía demasiado altos”, nos decía otro de los que reunía fondos en 2008, que esperaba que el mercado “se abriera” en el cuarto trimestre de 2009.

Vuelta a los fundamentos: “Hemos vuelto a lo básico del inmobiliario”. Eso significa mercados más grandes y mejores propiedades, “calles principales, no secundarias”. Los malabarismos financieros han quedado fuera de juego y ahora se trata de “fundamental y placaje”: hay que asegurarse de que los edificios se alquilan y que la deuda es estable. “Van a volver los profesionales”.

Más regulación, más gobierno: “Tenemos que construir algún tipo de barreras para la crisis”. Habrá controles más estrictos en los mercados de capitales y la regulación global está sobre la mesa. “Los productos financieros que están saliendo al mercado tienen que revisarse en términos

de riesgo sistémico”. La intervención del Gobierno en los bancos es “sólo el punto de partida”. Los paquetes de estímulo económico y el gasto asociado en infraestructuras tendrán un fuerte efecto a largo plazo.

Contexto económico para 2009

“El impacto de la crisis financiera sólo se está empezando a ver en la economía real”. Por toda Europa, el consumo privado, la confianza empresarial y los valores inmobiliarios se están desinflando. El paro y las insolvencias empresariales aumentan, el crédito se mantiene restringido. La recesión está acosando a la Europa Occidental, y en la Europa Central y Oriental, el crecimiento se desacelerará si es que no se da la vuelta.

Los gobiernos europeos están todos tirando para mantener a sus economías protegidas. El Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra han sincronizado sus recortes de tipos de interés; se están garantizando los depósitos de los ahorradores; se acude al rescate de los bancos, y los países de la Unión Europea están coordinando un paquete de medidas de 200.000 millones de euros para atajar la crisis. Sin embargo, cada país debe decidir qué herramientas usar. Reino Unido está planificando un ambicioso programa de recortes fiscales y de gasto público; Alemania se contenta con mantener la disciplina presupuestaria y Francia se consagra a acelerar los proyectos de infraestructuras.

GRÁFICO 1-4
Crecimiento económico europeo

	Porcentaje real de crecimiento del PIB				
	2010*	2009*	2008*	2007	2006
Rusia	6,00	5,50	7,00	8,10	7,40
Turquía	5,00	3,00	3,50	4,62	6,89
Polonia	4,84	3,76	5,24	6,65	6,23
República Checa	4,20	3,35	4,03	6,57	6,79
Hungría	3,00	2,30	1,90	1,31	3,94
Suecia	2,80	1,40	1,20	2,73	4,09
Grecia	2,60	2,00	3,16	4,00	4,20
Irlanda	2,52	-0,58	-1,79	6,03	5,71
Reino Unido	2,24	-0,13	0,99	3,03	2,84
Finlandia	2,20	1,62	2,50	4,52	4,85
Austria	2,12	0,76	2,04	3,07	3,37
Bélgica	1,94	0,17	1,41	2,85	2,93
España	1,76	-0,25	1,38	3,66	3,89
Suiza	1,75	0,69	1,74	3,33	3,38
Países Bajos	1,62	1,05	2,27	3,46	3,38
Francia	1,59	0,15	0,84	2,17	2,17
Portugal	1,00	0,10	0,60	1,91	1,37
Alemania	1,00	0,00	1,85	2,51	2,98
Dinamarca	0,44	0,45	1,01	1,66	3,90
Italia	0,34	-0,24	-0,06	1,46	1,84

Fuentes: Fondo Monetario Internacional, Moody's (www.economy.com).
* Previsiones.

Con suerte, Europa puede experimentar una modesta recuperación económica “entrado el 2009”, según el Fondo Monetario Internacional. Los entrevistados del *Tendencias* son más pesimistas: “Estaremos mucho más tiempo tocando suelo de lo que la gente se cree”.

Las economías europeas con un mayor atracón de créditos son las que ahora están en peor forma: el Reino Unido, Irlanda y España, que están ahora viéndose las penosas consecuencias del crédito y el *boom* de la vivienda. “Irlanda es un caos absoluto”. La caída de los precios de la vivienda y el KO del consumo privado y la inversión han hecho estragos, la economía irlandesa está sufriendo de mala manera. Se prevé que su recesión dure dos años, “tiempo para la consolidación, para aguantar”.

Una dinámica similar vemos en el Reino Unido, con el añadido de que los servicios financieros son un motor clave de la economía británica y del mercado de oficinas londinense. La City ha quedado tocada por la caída de Lehman Brothers y las fusiones de urgencia entre los gigantes bancarios. “Nuestros banqueros no saben si tienen un empleo”. “Ahora se están filtrando los problemas y será bastante duro”. No obstante, el Reino Unido está “por delante de la curva” y se va a recuperar con más rapidez. “Las ganas de invertir en el Reino Unido son enormes debido a la caída de los precios”. “Todo el mundo quiere estar listo para primavera/verano de 2009”.

“España es un descarrilamiento a cámara lenta”. Su burbuja inmobiliaria sin duda ha explotado, y con ganas, y se ha llevado consigo a la construcción, que tiene un peso enorme en su PIB. “El mercado inmobiliario fue el primero en caer, pero ahora toda la economía tiene problemas”. La tasa de desempleo en España es la más elevada de Europa. “Puede ser un aterrizaje difícil. La recuperación será larga, de cinco a siete años de problemas económicos”.

Italia va a la cola de sus socios europeos desde hace más de diez años, y su ritmo de crecimiento, un “adagio”. “Descarta a Italia, la economía está fatal”. Esta recesión será la cuarta del país en una década. “Habrá una fuerte reestructuración del sector inmobiliario y el resultado final será otra manera de hacer negocios”.

Entre las economías europeas más grandes, Alemania y Francia son las que lo tienen mejor para evitar una larga recesión. No es que hayan tenido una “exhuberancia excesiva”, pero la fortaleza del euro está perjudicando sus exportaciones. “Alemania va a tener su dosis de recesión, pero es una economía bastante estable” y Francia tampoco va a ser capaz de esquivar la bala. Su economía se dio la vuelta a finales de 2008, pero el Gobierno está haciendo previsiones de que se estabilizará en 2009.

Los Países Bajos están en mejores condiciones, con una de las tasas de paro más bajas de Europa y superávit presupuestario. Aunque el crecimiento sigue lento, es probable que eclipse a muchos de sus socios de la eurozona. De momento, el Gobierno está posponiendo un aumento del IVA y propone recortes fiscales y mayor gasto público.

De los países nórdicos, Finlandia parece la mejor situada para capear la tormenta, pues se ha escapado del boom inmobiliario. Pero sus exportaciones están perdiendo fuelle,

sobre todo ahora, que las economías rusas y asiáticas se están enfriando. Las oportunidades que tiene Noruega de escaparse de la crisis mundial sin un rasguño han disminuido desde que los precios del petróleo cayeron en 2008: de un máximo de 147 USD/barril a cerca de 60 USD/barril. Suecia y Dinamarca, por su parte, están golpeadas más fuerte. El crecimiento del PIB sueco se prevé que sea el peor en 30 años, mientras que en Dinamarca, el primer país europeo en entrar en recesión, se está produciendo una fuerte desaceleración, en parte, por la crisis del inmobiliario.

“Al menos en la Europa Central y del Este aún se puede hablar de crecimiento”. El año pasado, los inversores salieron en estampida de Rusia, huyendo de la crisis financiera y del conflicto con Georgia. Pero Moscú sigue siendo popular entre los inversores del *Tendencias*, aunque tienen claro que se trata de una opción arriesgada. “La percepción de riesgo es mucho mayor de lo que realmente es”. Aunque está afectada por la caída del precio del petróleo, el crecimiento de Rusia se prevé que se mantenga comparativamente fuerte durante 2009. Ahora bien, quizá no nos sirva de consuelo. “Quizá siga habiendo crecimiento, pero pasar del 7-8% al 3-4% será como dar de bruces contra un muro”.

Los índices de crecimiento elevados de la Europa Central se están desacelerando, porque la recesión marchita las exportaciones y la deuda se esfuma. Polonia, la mayor de estas economías, lo está haciendo mejor. Aunque el desempleo va en aumento, porque muchos polacos que emigraron a Gran Bretaña e Irlanda están volviendo, el crecimiento del PIB se prevé que ronde el 3,8%, el segundo más alto de Europa en 2009. En la República Checa, los fundamentales económicos son relativamente buenos y Hungría es la más frágil de las tres. Sus programas de austeridad han contribuido a restaurar la estabilidad económica, pero el país depende mucho de las exportaciones a la Europa occidental. “Algunas economías de la Europa Central y del Este lo van a tener francamente complicado”.

Turquía también se está desacelerando. Las reformas políticas y económicas se han retrasado y el acceso a la Unión Europea cada vez es un proyecto más distante. Sin embargo, a los inversores les gustan los fundamentos a largo plazo de Turquía, “una China a pequeña escala”.

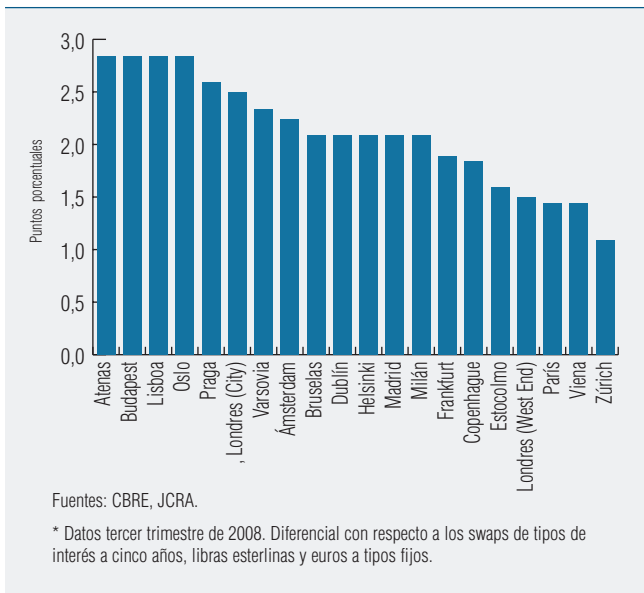
¿Dónde está el fondo?

Se está produciendo una “masiva corrección de los precios” del mercado inmobiliario. En el Reino Unido es donde se está yendo más lejos y donde la situación es más llamativa: los valores están ya a un 31% de su pico en 2007, y se prevé una caída del 24% en 2009. La Europa Continental va por detrás del Reino Unido, pero los *yields* también se están suavizando.

Nuestros encuestados esperan que el inmobiliario comercial de primera calidad suba entre 42 y 62 puntos básicos de media en Europa este año. El estudio *Tendencias* prevé que las oficinas del extrarradio serán

GRÁFICO 1-5

Diferencial entre los tipos de interés y la rentabilidad de oficinas



el hueso más duro de roer, seguidas por los locales comerciales. El residencial a la venta aún saldrá peor parado. Y eso siendo optimistas. La verdad es que nadie sabe con certeza dónde se situarán los precios en 2009 (ni siquiera los tasadores), porque ha habido poquísimas transacciones desde mediados de 2008.

“Es un mercado virtual. Las tasaciones son demasiado optimistas”, nos decía uno de los entrevistados franceses del *Tendencias*. “Los tasadores hoy en día se curan en salud en sus valoraciones. Sus informes no valen el papel en el que están escritos”.

Una cosa está clara: “La velocidad a que se han ajustado las tasaciones en el Reino Unido es impresionante”. La rentabilidad del mercado de las oficinas principales de la City de Londres subieron 150 puntos básicos hasta el 6%, en los 12 meses transcurridos hasta septiembre de 2008, según datos de CBRE. Desde entonces, los valores han seguido cayendo a una velocidad que no se veía desde el *crash* de los noventa. Algunos ya perciben “buenas oportunidades para pescar productos hundidos” en el Reino Unido, pero otros creen que aún es un poco pronto.

En el resto de Europa, las rentabilidades también están subiendo, en especial en París, Madrid, y Dublín. Muchos de los encuestados del *Tendencias* esperan una suave recuperación a lo largo del 2009, puntualizando que sus mercados continentales no se sobrecalentaron tanto como el mercado británico. “En muchos mercados europeos las rentabilidades no quedaron muy por debajo del 6%, por lo que es probable que crezcan menos”.

Ahora bien, quizá se dispongan a sufrir un shock que no será bienvenido. “Aún los hay que niegan la realidad. La rentabilidad tiene que subir mucho más porque los alquileres quedarán tocados”, nos comentaba un inversor europeo, prediciendo un cambio de “100-150 puntos

básicos” para las zonas principales y de “200-500 puntos básicos” para las secundarias en 2009.

Sin embargo, hay un factor que puede mitigar dicho incremento. “Las rentabilidades podrían no moverse demasiado más, sobre todo si los recortes de los tipos de interés contribuyen a estabilizarla”. De manera coordinada, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra han bajado los tipos de interés de un modo impresionante a finales de 2008, cuando sus tipos de referencia eran del 2,5 y 2% respectivamente.

“No habrá un cambio enorme en las rentabilidades para cubrir intereses”, afirmaba uno de los entrevistados antes del anuncio de estos recortes. “Podríamos tener tipos de interés del 2% y *yields* del 8%. Así es cómo se amasan las grandes fortunas”.

“No hay deuda, de modo que el capital tiene que determinar qué rentabilidad quiere”, observaba un inversor internacional. “Esperaríamos una rentabilidad financiera del 8 al 10%”, nos decía otro participante. “Los actores tendrán que acostumbrarse a los retornos revisados”.

Sin embargo, también nos dicen: “ahora preocupa menos la rentabilidad y más otras cosas básicas”: la calidad de los alquileres subyacentes y la financiación. “Los inversores miran a los costes de sustitución teóricos para fijar el valor del capital”.

Esperando las ventas

“Todos se están preparando para recoger los restos. Pero esta vez hay tanto que recoger...”. Se ha recaudado mucho dinero oportunista anticipando ventas forzadas en 2009. “Los compradores muy endeudados tendrán que hacer algo o acabarán entregando las llaves al banco”.

Los actores ricos en capital y más conservadores buscan activos de alta calidad a “precios más razonables”. “Es un buen momento para dedicarse a ser comprador *core* de buenas propiedades inmobiliarias”. Estos compradores están listos, esperando para atacar. “Sólo hay que estar convencido de invertir e identificar dónde está el valor en un mercado en caída”. El año pasado, el volumen de transacciones en Europa se redujo a la mitad, hasta 110.000 millones de dólares. El mercado está estancado, a la espera de que la deuda fluya y los precios se asienten.

“El filón serán los bancos, que se van a desprender de cientos de miles de millones de euros de inmobiliario”, nos decía un gestor de fondos de oportunidad. “Se redefinirán los precios y se desatascará el sistema. Como comprador, me encantarán los precios. Ojalá no tuviera nada en cartera en estos momentos”.

Otros aseguran que “en la calle no se va a ver sangre”. Sería “lunático” para los bancos que hicieran “ventas masivas”. Los “fondos *buitre*” ya querrían ventas apresuradas con precios a mercado, pero eso no pasará. Los bancos no se lo pueden permitir. La tendencia en Europa es gestionar”. “Los bancos crearán vehículos y explotarán los contactos con los gestores de fondos para soluciones a medio plazo.”

GRÁFICO 1-6

Perspectivas de inversión para 2009 por tipo de activo

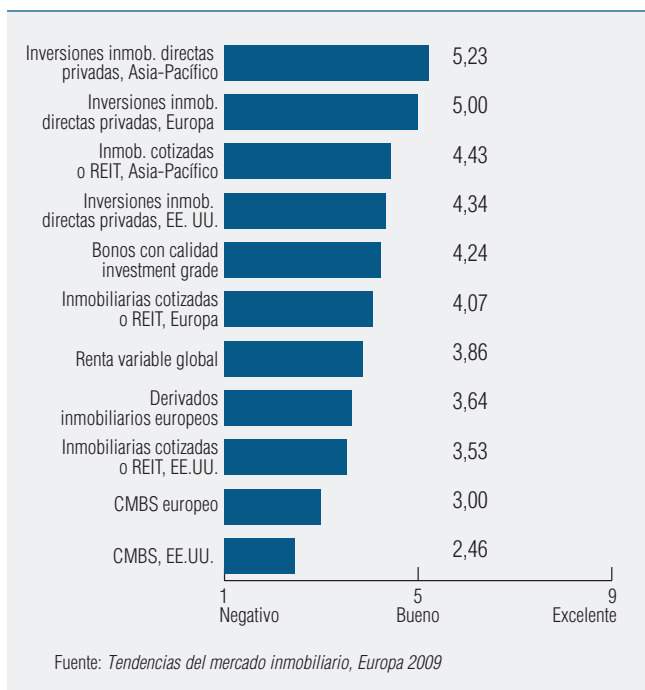


GRÁFICO 1-7

Asignación de Cartera por región

	2009	2016
Europa	73,6%	67,3%
Asia-Pacífico	11,6%	13,8%
Estados Unidos/Canadá	8,9%	13,0%
Oriente Medio/África	5,9%	5,9%

Fuente: *Tendencias del mercado inmobiliario, Europa 2009*

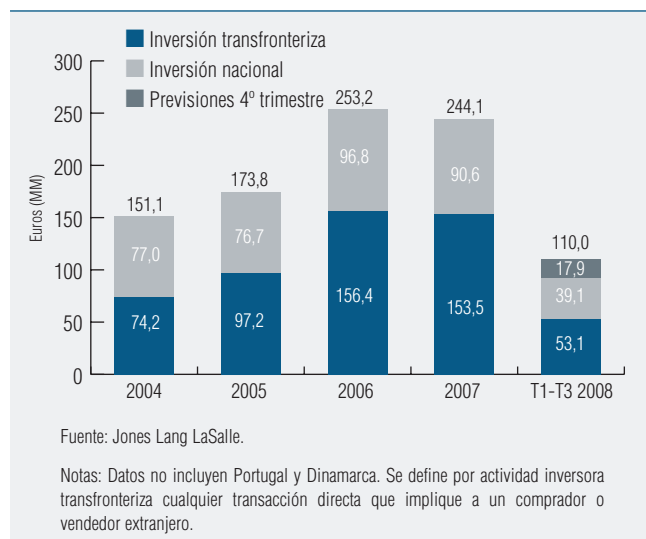
¿Dónde invertir?

La buena noticia es que el inmobiliario directo bien en Asia, Europa o Estados Unidos sigue pareciendo una mejor perspectiva en 2009 que la renta fija de *investment grade* o que la renta variable. “Un *hard asset*”. “Un depósito de valor”. “El mercado inmobiliario seguirá siendo un refugio para los inversores, sobre todo teniendo en cuenta los tiempos que corren”.

Como era de esperar, el *Tendencias* nos descubre que Asia sigue como favorita para la inversión directa, pero entre nuestros encuestados, Europa se lleva la plata por delante de los Estados Unidos. Del mismo modo, las empresas inmobiliarias europeas y los derivados inmobiliarios se prefieren a los estadounidenses. El CMBS aparece este año a la cola de la lista.

GRÁFICO 1-8

Inversión inmobiliaria directa en Europa



La globalización sigue ahí, a largo plazo. Los participantes del *Tendencias* prevén reequilibrar sus carteras, y no descartan aumentar su presencia en la región Asia-Pacífico y los Estados Unidos.

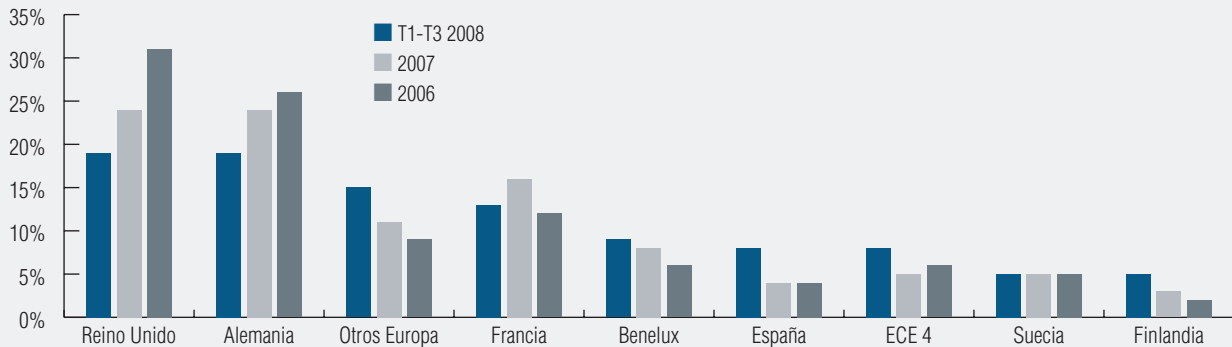
Y los compradores dedicados a la inversión transfronteriza se hicieron con la parte del león del inmobiliario directo en Europa el año pasado.

Pero en 2009, muchos inversores se aferran a casa: “¿Por qué me voy a ir al norte de Mongolia para conseguir una rentabilidad que puedo tener aquí mismo?”. En Europa, los mercados más grandes, con más liquidez y más transparencia vuelven a estar de moda. “En 2009, volveremos a tener oportunidades en la Europa Occidental”. “Alemania es el mejor lugar para refugiarse de la tormenta actual”. “Las grandes ciudades francesas”. El Reino Unido, el mercado más grande y más maduro de Europa está en la lista de observación: “Se ha corregido más rápido que ningún otro, pero aún quedan cosas que van a doler”.

Ahora bien, los mercados del Este siguen teniendo incondicionales. Los alcistas tienen debilidad por Estambul y Moscú. Estas ciudades se han situado tercera y sexta en el *Tendencias* de este año en cuanto a inversión para 2009. “Rusia sigue haciéndolo bien y será número uno de Europa en términos de crecimiento económico en los próximos cinco años”. “Las grandes superficies de la Europa Central y del Este son una buena oportunidad si hay un alto crecimiento del PIB”. “Veremos una desaceleración en Estambul, pero los fundamentales siguen fuertes, y se pueden crear oportunidades para comprar activos infravalorados o con dificultades a corto plazo”.

Los bajistas se muestran muy negativos en la Europa Central y del Este, reclaman que los precios están “exagerados”. “La gente dejará los mercados emergentes”. “¿Por qué comprar un edificio de oficinas céntrico en Bratislava al 5,5% si ahora puedes comprar un edificio de oficinas fabuloso en París por el 6,75%?”.

GRÁFICO 1-9
Inversión inmobiliaria transfronteriza por origen

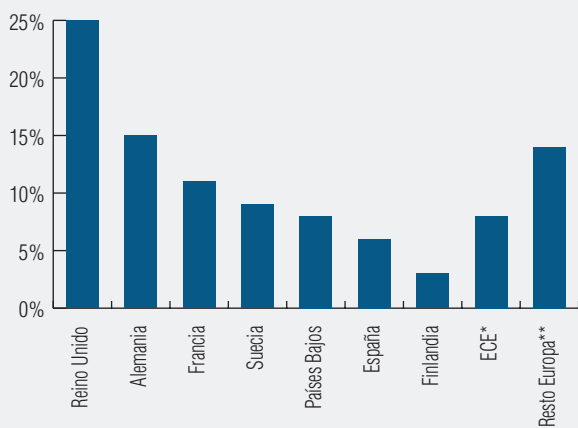


Fuente: Jones Lang LaSalle.

Nota: Se define por actividad inversora transfronteriza cualquier transacción directa que implique a un comprador o vendedor extranjero

ECE 4 = República Checa, Polonia, Hungría y Rusia.

GRÁFICO 1-10
Inversión inmobiliaria transfronteriza por destino



Fuente: Jones Lang LaSalle.

* Bulgaria, Croacia, República Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumanía, Rusia, Eslovaquia y Ucrania.

** Austria, Bélgica, Dinamarca, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Noruega, Portugal, Suiza, Turquía, Emiratos Árabes Unidos.

¿Qué comprar?

En tiempos revueltos, o apuestas por la seguridad o te arriesgas. Ése es el mensaje de los participantes del *Tendencias* este año. Las inversiones *core* concentran el mayor número de asignaciones. “En los próximos tres años, cada vez tendrán más peso los activos de alta calidad, los arrendamientos largos, las buenas ubicaciones, el bajo endeudamiento y los mercados más estables”. “Estamos saliendo de todas las inversiones de pequeño tamaño y de baja calidad tan rápido como podemos”.

En 2009 habrá una “huida a la calidad” en todas sus posibilidades. Como nos demuestra el *Tendencias*, las oficinas principales de las grandes ciudades salen ganando con respecto a las del extrarradio. Las tiendas de las calles principales y los grandes centros comerciales están bien; las zonas de grandes superficies no gustan. Las capitales tienden a triunfar sobre las ciudades secundarias.

Lo más arriesgado del espectro también encontrará demanda, pues los inversores oportunistas van tras los embargos de alto *yield*: “La principal actividad inversora la veremos en los fondos de oportunidad que buscan quedarse con préstamos a precios descontados”.

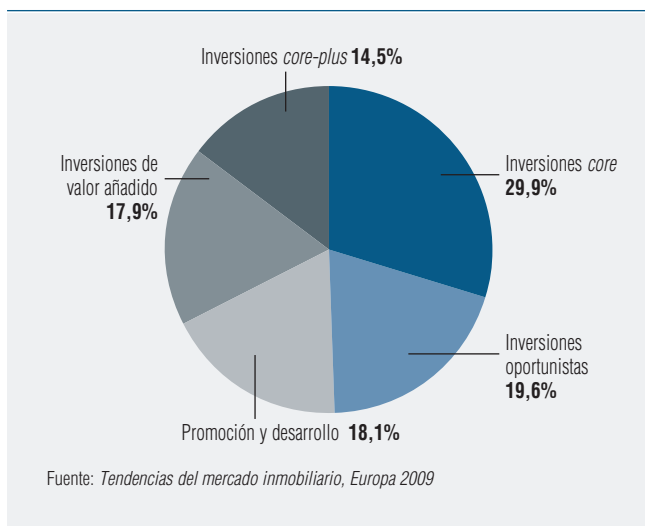
Deuda en venta

“Cuando el *Trading* de deuda AAA tiene una rentabilidad del 15% sin apalancar, ¿por qué molestarse en invertir en cualquier otra forma de capital?”. Hay muchos fondos que apuntan a la deuda; sólo el año pasado se recaudaron cerca de 9.000 millones para fondos de deuda enfocados en Europa.

Sin embargo, la deuda cubre una infinidad de cosas: CMBS, deuda subordinada, *mezzanine*, tramos *senior*. Y no toda la deuda tiene problemas. Hay CMBS que se está vendiendo a unos descuentos “de locura”, lo cual refleja la visión del mercado de que va a haber problemas en el futuro para refinanciarlos. “La mejor rentabilidad/riesgo actualmente es la deuda *senior*. Aunque caiga un 50% de valor, seguirá valiendo la pena”.

Hay unos cuantos inversores de deuda experimentados que sin hacer ruido se están quedando con lo que sale al mercado. “Son competentes y tienen credibilidad”. Hay otros pesos pesados que también se están moviendo hacia esta área: hay un fondo soberano que intenta trabajar con bancos con nuevos préstamos y refinanciaciones para comprar la deuda existente bien descontada.

EXHIBIT 1-11

Asignación a cada tipo de inversión

Pero “comprar los problemas de los demás” no es tan sencillo como parece. La documentación puede ser escasa, “la redacción de los *covenants* no es buena”. “La rentabilidad es elevada, pero mejor que entiendas del tema, que sepas cómo gestionar esos activos”. Y ya no digamos del *mezzanine* y de las “*B-Notes*”, “a la velocidad a que se mueven los valores ahora puedes estar hundido en un mes”.

Como ahora los bancos no están dispuestos a aceptar financiaciones de más del 60%, algunos inversores de deuda están ganando terreno entre esa tajada más segura y el equity: financiación *mezzanine* o subordinada. “Este tramo es muy valioso. La gente podrá cobrar mucho por él”. Ahora bien, esto presupone que la deuda senior está próxima. Y “el *mezzanine* es igual de complicado, o más, que la inversión en capital”.

Nichos

A pesar (o a causa) de la agitación del momento, muchos inversores están buscando más allá de los sectores inmobiliarios principales. “Las clases de activo alternativas que tienen un flujo de liquidez más parecido a la renta fija son y seguirán siendo muy atractivos desde un punto de vista defensivo”.

Este año, el *Tendencias* ha encontrado a sus participantes europeos metidos en residencias para estudiantes, trasteros, aparcamientos para caravanas, asilos, centros sanitarios, parkings, centros de procesamiento de datos y, evidentemente, infraestructuras. “Arrendamientos largos, contratos fuertes y alquileres ligados al IPC llaman la atención, y las rentabilidades lo reflejan”.

En Europa tenemos un colectivo importante de personas que necesitan tranquilidad para su jubilación y centros sanitarios, y “el motor demográfico seguirá funcionando, a pesar de la tormenta económica mundial”.

Muchos de los participantes del *Tendencias* o bien ya han invertido en residencias o lo están sopesando: “un negocio en auge con muchísimas oportunidades”. Pero cuidado, “apto sólo para especialistas”.

Además, “la gente mayor ya no dispondrá del capital que tenía años atrás”. Esto puede afectar a las comunidades de jubilados y a las residencias de tercera edad; la necesidad está ahí, pero ¿los jubilados se lo podrán permitir? “El derrumbe de los mercados de renta variable ha hecho daño a las pensiones, las arcas se reducirán y las pagas serán menos generosas”.

En el otro extremo de la pirámide demográfica, los alojamientos para estudiantes también están bastante de moda: “la demanda de los usuarios finales fuerte prevalece”. “No creemos que sea una inversión alternativa; forma parte de nuestra cartera habitual”, nos dice un inversor. Lo que es más, el alojamiento de estudiantes en principio está a “a prueba de recesiones”, porque en época de crisis se alargan los estudios y hay gente que decide volver a las aulas.

También ha salido a colación la infraestructura, y vimos el caso de un inversor que había entrado en fondos globales para aprender cómo iba la cosa. “Queremos hacer crecer este negocio”. No muchos de los entrevistados del *Tendencias* han entrado en esta área, pero varios lo están sopesando: “carreteras”, “parques de energía y redes de cable”. “Todo lo que esté respaldado por la Administración es un buen lugar para estar en este entorno”.

También hay inversores que están redescubriendo sus orígenes rurales. “La explosión de los precios de las materias primas está creando un nuevo interés por el sector agrícola”. “Este sector ofrece las mejores oportunidades actualmente del inmobiliario europeo”, nos decía uno de los entrevistados que estaba planteándose si entrar en un fondo de agricultura.

En cambio, el *Tendencias* de este año muestra menos entusiasmo sobre el sector del ocio. “Los sectores del ocio están sufriendo debido a la disminución del consumo privado”.

No todos están dispuestos a diversificar de los mercados habituales. “Habrá buenas oportunidades en las áreas principales del mercado inmobiliario, por lo que ya no es tan necesario invertir en sectores ‘alternativos’”. También se preocupan sobre una serie de temas de riesgo de reputación, gestión intensiva, la necesidad de especialistas y los usos alternativos limitados para algunos tipos de inmobiliario. “¿Por qué meterse en eso ahora? Céntrate en lo que entiendas”.

Sostenibilidad

“Lo verde sigue ahí”. Aunque la crisis económica está haciendo que algunas empresas sean “tacañas, no ecológicas”, el *Tendencias* ha sacado a la luz que aún son muchos los que se dicen comprometidos con la sostenibilidad y el medio ambiente. “La importancia de esto seguirá igual. “Ya se ha dado la salida”.

“Los edificios sostenibles cada vez son más un producto estándar”, afirmaba un inversor/promotor internacional. “Las normas del sector se están endureciendo y cada vez hay mejores soluciones técnicas en el mercado”. De hecho, este año los edificios sostenibles se han disparado como “nicho” de inversión alternativa por primera vez en el *Tendencias*.

Las subidas del precio del petróleo y la introducción de los *ratings* de eficiencia energética en la Unión Europea para los edificios están dándole un fuerte empuje a la agenda verde. “Cada vez se le dedica más tiempo a temas como los *ratings* de eficiencia para edificios, y los aspectos medioambientales de instalaciones concretas, como el aire acondicionado, la electricidad, el reciclaje de aguas y la biomasa”. “Para nosotros, la eficiencia energética es clave para tener controlados los costes energéticos”.

Ahora bien, es cierto que hay tendencias geográficas en esto del inmobiliario y la ecología. En Alemania, Suiza, los Países Bajos y los países nórdicos están los más comprometidos. Aseguran que la sostenibilidad “no es negociable para algunos grandes inversores y para algunos inquilinos”. “Los que están de alquiler exigen edificios sostenibles”. Quieren “suelos que no vengan de la selva amazónica, materiales reciclados para la construcción y eficiencia energética”.

“No es sólo cuestión de ética, también tiene sentido económico”, nos decía un inversor alemán. “Primero, son los inquilinos que pagan los alquileres más caros. Segundo, si quieres vender, tienes que cumplir la normativa. Si no, te pagarán menos”. Un gestor de fondos nos hacía partícipes de su preocupación: “Si no seguimos a la técnica, ¿nuestra cartera no perderá valor?”. “Estamos analizando toda nuestra cartera pensando en la sostenibilidad”, nos aseguraba un gestor de fondos de oportunidad global.

La construcción verde está empezando a tener sentido desde el punto de vista financiero”. Los clientes europeos quizá aún no estén dispuestos a pagar un plus por la huella de carbono y los suelos de bambú, pero es cierto que la cosa se está poniendo interesante. En los selectivos mercados americanos, “lo que nos dicen los inquilinos es que no se pasarán a casas cuya construcción y funcionamiento no tengan en cuenta el medio ambiente y que tampoco pedirán que les bajen el alquiler por eso”. “La generación siguiente sí se preocupa por esas cosas, y estamos construyendo para esa generación”.

Algunos promotores están yendo más allá en sostenibilidad, no se limitan a la normativa en cuanto a edificios ecológicos. “Preferimos construir cerca de estaciones de tren y en los centros donde se trabaja para reducir el uso del coche. También hemos estudiado el reciclaje de las aguas grises y la calefacción central geotérmica para mejorar los aspectos sostenibles de nuestros proyectos”.

El coste humano

“Habrá despidos masivos”. “El sector sufrirá una gran pérdida de experiencia, conocimientos y talento”.

“Antes faltaba gente buena; ahora hay demasiados”. Para los que están al frente, “mantener la moral de los trabajadores y de los directivos” se ha convertido en todo un reto. “La crisis financiera tiende a distraer a la gente de la gestión básica de operaciones”. En los grandes grupos, “los directivos locales necesitan más atenciones para no perder la moral y centrarse en el mercado”, sobre todo dada la “ausencia de compensaciones más tangibles”.

Los más veteranos, los que vivieron los noventa saben lo que es trabajar en un mercado deprimido, traumatizado. Los más jóvenes sólo han conocido el boom, y ahora los directivos están preocupados porque no saben cómo mantener motivados a esos yonquis de lo fácil. “El trabajo es lento, el cobro es lento, pero seguimos teniendo que gestionar las inversiones que tenemos”. “Nos lleva mucho tiempo enseñar a la gente, que entiendan la cultura de la empresa. Los despidos, como último recurso”, nos decía un *broker*.

Estrategias de supervivencia

Aguantar: “La gente tendrá que aguantar sus nervios durante un cierto tiempo. No puedes cambiar la economía”. “Aguanta las pérdidas y encaja los golpes”. “Esquivar y encajar”.

Trabajo duro: “No todo es oportunista, también es el trabajo duro”. “La gestión de activos tiene prioridad ante las nuevas operaciones”. “Gestionar la cartera para mantener la liquidez”. “Intentar bajar la desocupación y mejorar la calidad de los inquilinos”. El lema para 2009: “Crear valor”.

Buena gestión interna: “La clave está en cómo gestionas y finanzas el negocio”. “No dejes de gestionar bien tus activos y asegúrate de que entra efectivo”. “Estabilizar la deuda”.

Para los que tienen dinero: “Toca sentarse y esperar. Habrá unas oportunidades estupendas en 2009”. Las mejores compras: activos *core* y deuda (si se tiene experiencia con la deuda). Las mejores ciudades: Múnich, Hamburgo y Estambul. Los mejores sectores: locales comerciales, hoteles y uso mixto.

Cuidar las relaciones: “Mantén un contacto directo con los inquilinos”. “Sé más flexible con el alquiler”. Los inversores y el personal también necesitan que los cuiden un poco.

Hablando se entiende la gente: “Comunica lo bueno, lo feo y lo malo”. Hay que hablar mucho con los del banco, con los inversores, con los accionistas y con los clientes.



Flujos de capital inmobiliario

“La mayoría de inversores hablan del efecto denominador o están tan conmocionados que no pueden hacer nada”

“No hay dinero en el mundo.” En sólo 12 meses, se ha pasado de nadar en la abundancia a hundirse en una escasez sin precedentes. La mala noticia es que el capital para el sector inmobiliario continuará con el grifo cerrado en 2009. Tanto para deuda como para capitales. De hecho, los *ratings* de disponibilidad general, en una escala de uno a nueve están más bajos que nunca según el informe *Tendencias del Mercado Inmobiliario en Europa*.

La buena noticia es que “hay suficiente capital” reservado para invertirlo en un futuro, cuando llegue el momento. “Vamos a reservarnos”, nos decía un gestor de fondos internacional que cerraba sus libros con “buenos resultados” a mediados de 2008. “Tenemos que ver en qué mercados se puede invertir, no queremos invertir en mercados en recesión. No hay financiación: tienes que usar fondos propios, y las divisas también son muy volátiles”.

Pero la deuda —“la vaca lechera del mercado inmobiliario”— está claramente paralizada. La mayoría de los entrevistados para esta edición del *Tendencias* no esperan que la cosa se vuelva a poner en marcha hasta mediados de 2009, como muy pronto. Incluso entonces a partir de ahí se notará muy lento.

Capital: en el banquillo

“Hay una tonelada de dinero por ahí. Esto es una crisis de crédito, no una crisis de capital”. Sobre el papel, la cosa es así. Los inversores institucionales (fondos de pensiones, compañías aseguradoras y fondos soberanos) tienen dinero.

Pero los inversores de capital más conservadores, más tradicionales, ¿están dispuestos a invertir en inmobiliario? Los encuestados del *Tendencias* creen que en 2009 van a mostrarse muy reacios. “El capital no va a volver al mercado”.

GRÁFICO 2-1

Perspectivas para 2009 de los mercados de capitales en el sector inmobiliario

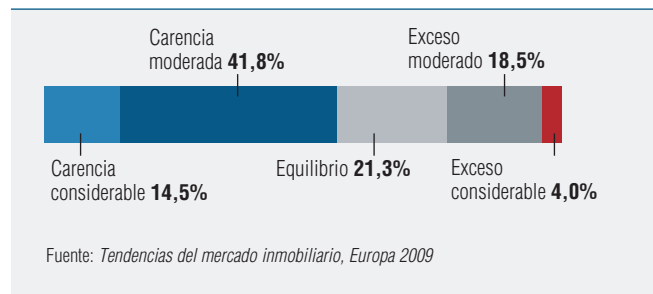


GRÁFICO 2-2

Perspectivas de los mercados de deuda en el inmobiliario para 2009

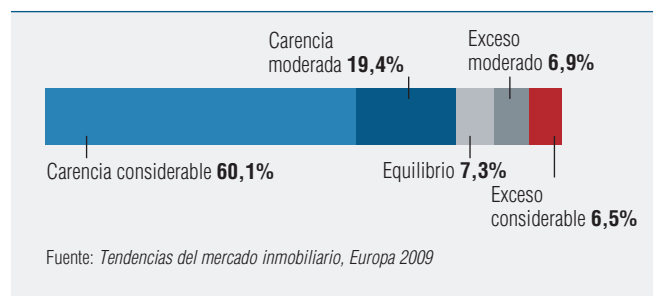
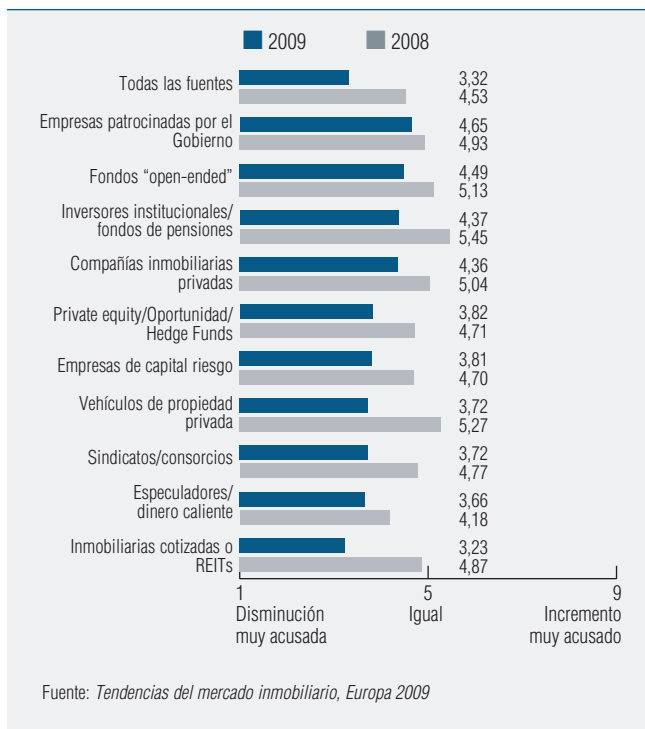


GRÁFICO 2-3

Cambio en la disponibilidad de capital para el mercado inmobiliario según origen



No está claro si se está esperando que los precios mejoren o si el problema es más de fondo.

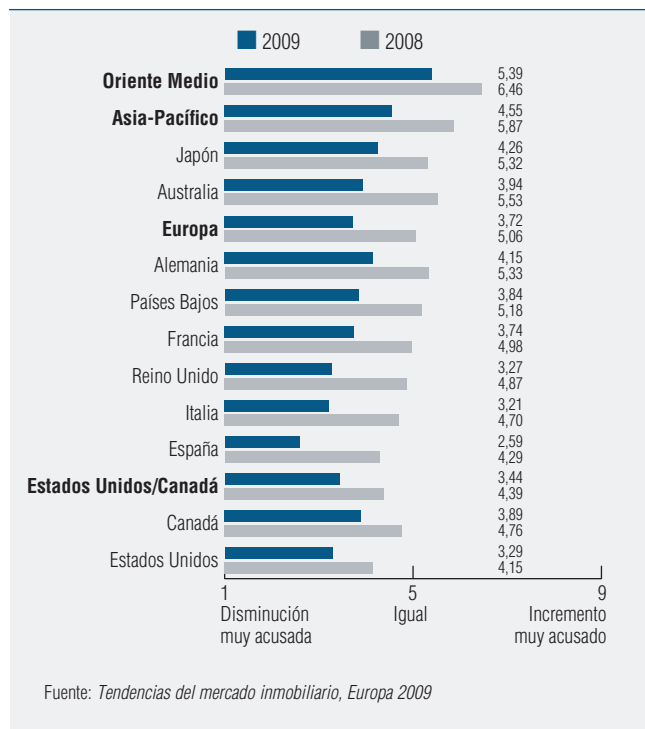
Los precios evidentemente son importantes. "Ahora los precios de venta están demasiado altos, pero se espera que esto cambie a finales de 2009". "La mayoría de los inversores hablan del efecto denominador o están tan traumatizados que no pueden hacer nada". Aunque las instituciones como los fondos de pensiones pueden seguir teniendo flujos estables de dinero que les entra, sus carteras de inversión han quedado hechas trizas por los virajes de la bolsa, y sus asignaciones están un poco desorganizadas. "Ahora la gente está con sobrepeso o con carencias afectivas".

Los recién estrenados fondos inmobiliarios privados están cargados de dinero, pero también están a la espera de que los precios se asienten. Y en concreto, para los más oportunistas, su capital no se estirará tanto, porque las reglas de endeudamiento han cambiado. Ahora los bancos sólo prestarán un 60% del valor y "no será extraño ver 150-200 puntos básicos para los préstamos preferenciales". "Los compradores que tiraban sobre todo de deuda ya no están".

Las inmobiliarias cotizadas y los REITs también lo tendrán difícil en 2009. Hasta que los mercados bursátiles e inmobiliarios se estabilicen, no hay que contar con nuevo capital; hay que dosificar los recursos.

GRÁFICO 2-4

Cambio en la disponibilidad de capital para el mercado inmobiliario según origen geográfico



Fondos soberanos: de salvadores nada

"Los fondos soberanos no van a ser los salvadores que la gente espera". Estos pesos pesados de patrimonio estatal tienen los bolsillos lo suficientemente llenos y los horizontes lo bastante a largo plazo para no verse afectados por las turbulencias del mercado.

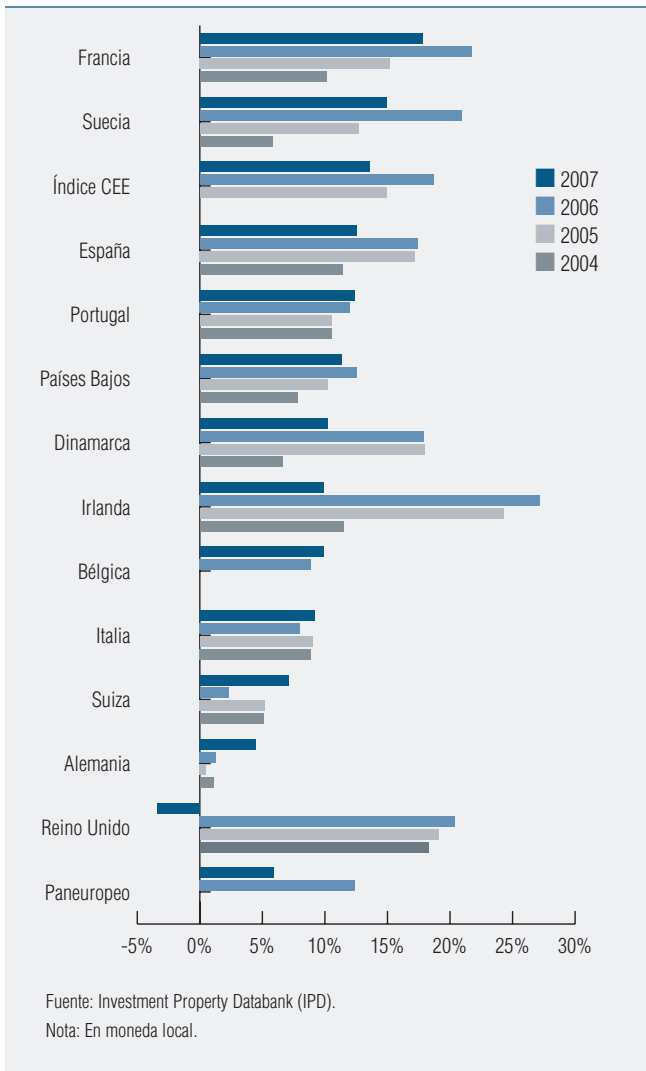
"Les encantan los activos trofeo y saben que los precios acabarán subiendo de nuevo. La suerte es que no tienen que recurrir a la deuda para invertir". Antes de que el sistema financiero cayera en octubre de 2008, CB Richard Ellis hizo la estimación de que los fondos soberanos podrían haber invertido una cantidad neta de 80 a 100 mil millones de dólares anuales en el sector inmobiliario, en todo el mundo, en los últimos siete años.

En 2009, los fondos soberanos podrían tener su oportunidad de oro para acceder a activos de altísima calidad a precios de saldo, a la *crème de la crème*: edificios emblemáticos, *blue chips* inmobiliarias, por ejemplo.

El mercado inmobiliario se adapta justo a sus necesidades: les ofrece bienes tangibles con flujos de capital a largo plazo, diversificación y alejados de las reacciones políticas. Cerca de un 70% ya invierte en inmobiliario, bien directamente o por medio de fondos inmobiliarios privados, a través de asociaciones y en empresas cotizadas.

GRÁFICO 2-5

Retorno total inmobiliario por país



Otros, como el Fondo de pensiones gubernamental de Noruega (301.000 millones USD), justo están empezando a entrar en este tipo de activo; y va a asignar un 10% de su cartera a inmobiliario.

A los fondos soberanos les gustan las mejores compras: centros comerciales italianos, edificios de oficinas en la City de Londres, hoteles chic de todo el mundo, pero muchos también invierten en fondos inmobiliarios y entran en sectores menos convencionales, como pueden ser las residencias. Ahora, alguno incluso acecha el mercado de la deuda inmobiliaria.

Sin embargo, “incluso los fondos soberanos tienen sus problemas”. El precio del petróleo —principal fuente de ingresos de muchas de estas economías— se ha hundido, y los estados de Asia y de Oriente Medio, que responden de casi dos tercios de los fondos soberanos, están pillados en la tormenta financiera que ha engullido a todo el mundo.

La mayoría de los fondos soberanos están asumiendo grandes pérdidas en renta variable y demás inversiones, y considerando sus temblorosos mercados inmobiliarios y financieros nacionales, en casa necesitan su dinero.

Tanto Qatar como Kuwait han usado sus fondos soberanos para levantar bancos y bolsas locales.

“Ahora los fondos soberanos están más agazapados. Saben el valor que tiene ahora su dinero y están a la espera de precios oportunistas”. Dicho esto, igual que los venerables fondos de dotación universitarios, estos pesos pesados están aquí para quedarse en el mercado inmobiliario. “Son el Trinity College de Cambridge del siglo XXI”.

Inversores institucionales: el efecto denominador

Los inversores institucionales estarán en una buena posición en 2009. Son actores con dinero en un mercado en que el endeudamiento está de malas. Se está produciendo una corrección de precios importante y se está haciendo limpieza de *stocks*. “Una minoría significativa hará algunas operaciones muy buenas en 2009/2010”.

Pero estos inversores tienen un problema, y se llama “efecto denominador”. “Les han dado pero bien en otros tipos de activos, como en la renta variable, y eso automáticamente ha disparado su asignación en inmobiliario”. Ya no les queda espacio para incrementar su asignación, o aún peor, podrían tener que recortarla.

Un poco de consuelo: otros tipos de activo también están pasando por malos momentos. “El efectivo y la renta fija no convencen y la renta variable se caracteriza por la volatilidad. El inmobiliario no está peor que lo demás”. Sin embargo, nadie quiere invertir en un mercado que cae. “Algunos se tomarán un respiro en 2009”. “Hay dinero aparcado, esperan el ajuste de los precios”.

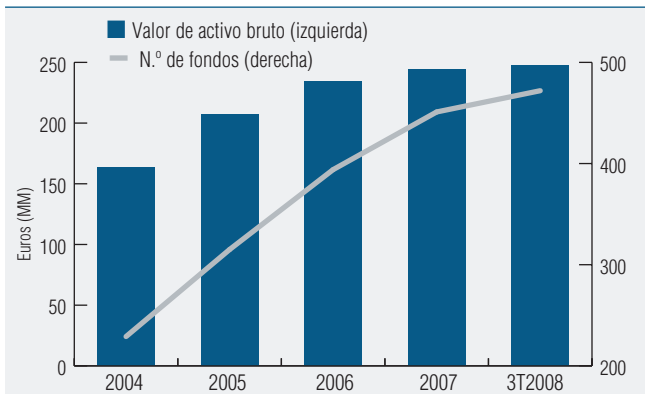
Casi todo el año pasado “los precios estuvieron demasiado altos”. “Algunos negaban la situación, y aún se ven casos de éstos”. Con la financiación ausente y los mercados de transacciones congelados, ahora todos están en “fase de asimilación de precios”. “Los inversores tienen miedo de apretar el gatillo para automáticamente descubrir que se han equivocado”.

Pero ya hay algunos valientes francotiradores por ahí. Los fondos de pensiones canadienses tienen casi un billón de dólares canadienses en activo y están empezándolo a gastar en el extranjero, abriendo oficinas en Europa y actuando de modo selectivo. Curiosamente, no se limitan a los trillados mercados occidentales; uno ha puesto 400 millones de dólares canadienses en un fondo de promoción de centros comerciales en Turquía.

Pero muchos inversores institucionales están a la retaguardia, volviendo a sus principios. Sobre todo el Reino Unido, que aún está KO con el rápido cambio de sentido de los mercados. Su percepción del mercado inmobiliario como activo poco volátil ha cambiado y con el mercado

GRÁFICO 2-6

Crecimiento de los vehículos de propiedad privada en Europa

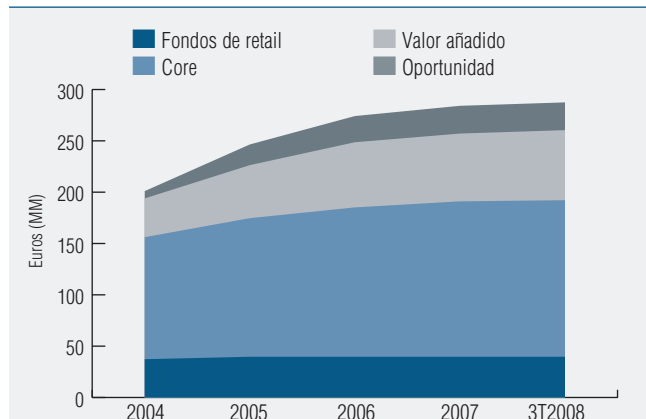


Fuentes: Investors in Non-listed Real Estate Vehicles (INREV), Investment Property Databank (IPD), septiembre de 2008.

Nota: No se incluyen los fondos de retail, que comprenden 20 fondos con un valor de activo bruto de 39.700 millones de euros.

GRÁFICO 2-7

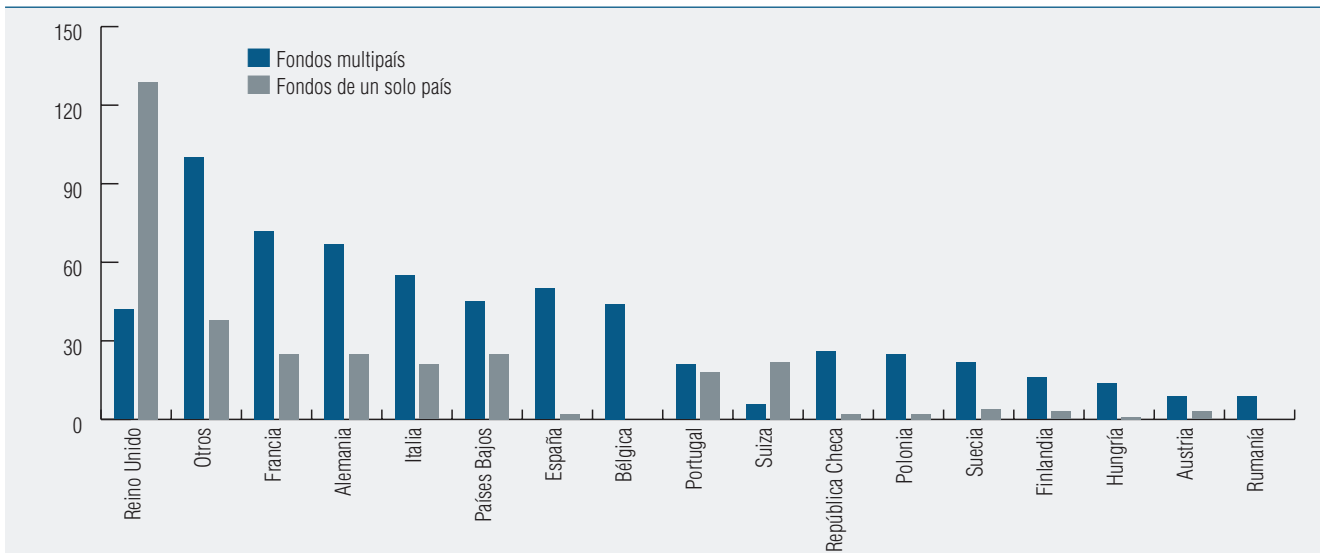
Vehículos inmobiliarios privados por tipo de fondo



Fuentes: Investors in Non-listed Real Estate Vehicles (INREV), Investment Property Databank (IPD), octubre de 2008.8.

GRÁFICO 2-8

Vehículos inmobiliarios privados por país y por tipo de fondo



Fuentes: Investors in Non-listed Real Estate Vehicles (INREV), Investment Property Databank (IPD), octubre de 2008

GRÁFICO 2-9
Vehículos inmobiliarios privados en Europa por vencimiento y tipo de fondo

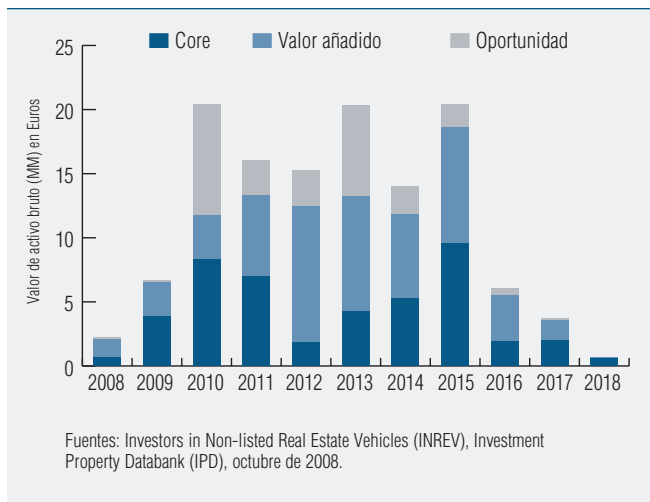
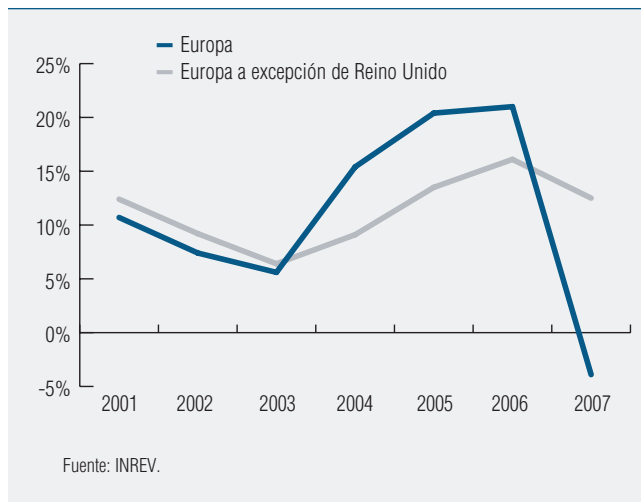


GRÁFICO 2-10
Fondos inmobiliarios institucionales de private equity: retorno total



de las transacciones congelado, están redescubriendo un inmobiliario que ha dejado de ser líquido.

“En 2009 es posible que compremos, pero seremos conservadores. Nos centraremos en los mercados y segmentos que conocemos bien, las propiedades con inquilinos; las propiedades con una serie de características técnicas de alta gama”, aseguraba una institución europea.

Vehículos de propiedad privada: atrincherados

“El paisaje dará un cambio radical, veremos quién supera esto”. Los fondos inmobiliarios privados se están atrincherando, anticipando un año difícil. Conforme se van hundiendo los precios de las propiedades, el valor de los fondos cae, y eso pone en peligro los *covenants* con los bancos y las comisiones de los gestores. Los mercados de transacciones son efímeros, casi inexistentes; no hay financiación, conseguir liquidez es “misión imposible”. “La gente que ha gastado en los últimos 12 meses se ha ventilado su capacidad de lograr efectivo. Y los que lo tienen tendrán que controlarlo, no será fácil volver a encontrar”. “Tenemos unos dólares para gastar, pero tenemos que ser prudentes. No queremos que nos pillen en valores de mercado negativos”, nos aseguraba un gestor de fondos.

Para 2009, la supervivencia del más fuerte es lo principal. Antes que nada, “hay que hablar con los inversores, decirles que se ha terminado la partida. Hay que ser honesto y transparente”, nos aconsejaba un gestor de fondos oportunistas. “Hay que asegurarse de que la financiación con deuda es estable”, nos decía otro. “Intenta bajar la desocupación, mejorar la calidad de los inquilinos. Deshazte de los activos secundarios, porque van a ir a peor”, nos aconsejaba un tercero.

“El factor crítico del éxito será demostrar a nuestros inversores que podemos gestionar sus carteras en situaciones complejas. Es decir, obtener rentabilidades que —aunque más bajas que antes— superen a las de nuestra competencia”, apuntaba otro. Para 2009, muchas de las actuaciones seguramente llevarán signo negativo.

El desplome financiero de octubre de 2008 puso fin a una carrera dorada para los vehículos de propiedad privada. Hasta aquel momento, los inversores les lanzaban el dinero: 23.000 millones USD a fondos centrados en Europa en los tres primeros trimestres de 2008. El grueso de esto es oportunista, que intenta aprovecharse del bajón del mercado.

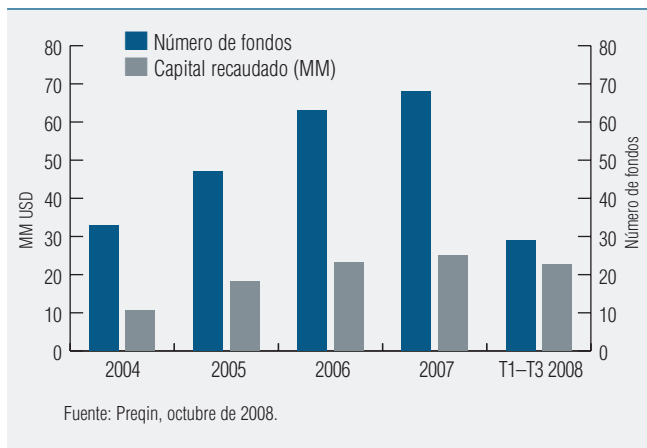
Estos recién llegados ya están al frente del juego. “La ausencia de legado es un plus. En los próximos tres años estaremos en un período de compra, no habrá presión alguna a corto plazo”, asegura un gestor que cerró un fondo europeo el año pasado.

Los inversores siguen recibiendo peticiones de fondos. Según datos de Preqin, hay cerca de 100 en campaña e intentan recaudar una cantidad ingente de capital, 56.000 millones USD de capital, y siendo Europa su objetivo principal. Pero hay una novedad: ahora son más los que buscan rentabilidades *core-plus* y 2.000 millones USD están apuntando a préstamos con dificultades o a prestar dinero a inversores que andan cortos de financiación. “Ahora no es momento de testosterona, como cuando se vendían ideas nuevas y atrevidas para fondos nuevos y agresivos”.

La deuda *distressed* es el nuevo plato del día en fondos, por razones obvias. “Ahí es donde la gente va a hacer dinero, con rentabilidades del 20%, siempre que se cuente con una buena experiencia en el mercado inmobiliario”. “La mejor rentabilidad/riesgo actualmente es la deuda senior. Aunque caiga un 50% de valor, seguirá valiendo la pena. Se pueden comprar pequeños tramos a descuentos significativos”.

GRÁFICO 2-11

Recaudación de fondos para Europa



Otros intentan solucionar el vacío de financiación con *mezzanine*, pero quizá sea un poco prematuro. “Se están creando fondos de deuda, pero por ahora son más caros que el capital: tipos superiores al 12%, LTV 60-85% y aspiran a un 10% de beneficios del *upside*.” “Las empresas tienen que estar desesperadas para acudir a un fondo de deuda”, apuntaba un gestor de fondos globales.

Mientras, algunos fondos de cosechas más antiguas se están agriando: “van a salir esqueletos de los armarios en el sector del *private equity*. Algunos fondos han aceptado unos riesgos especulativos enormes y están muy endeudados. A menudo ocurre que no tengan *cash flow*. Estarán fuera de las cláusulas de los créditos. En privado, gestores muy respetados admiten que tienen “retos”. “Especialmente en operaciones de promoción, la rentabilidad está comprometida”.

Los fondos de propiedad privada tienen unos 280.000 millones de euros en el sector inmobiliario europeo, cerca de dos tercios en el continente y un tercio en el Reino Unido. Morgan Stanley estima que de esto, más de 10.000 millones está en fondos con unas condiciones de LTV de más del 75%, es decir, o bien en peligro o bien ya naufragando. “Algunos fondos bastante bien capitalizados están empezando a luchar en el actual clima”.

A los inversores se les pide que aporten más dinero para compensar las *ratios Loan to Value*. “Hemos empezado a ver los primeros casos de inversores de fondos con impagos en sus compromisos de capital”, nos decía un entrevistado. En al menos un caso, un desenlace que amenaza con ser un verdadero desastre.

Evidencias anecdóticas sugieren que hay fondos que están negociando exoneración de ratios de apalancamiento o *Loan to Value* (LTV) con bancos, subiendo los márgenes a cambio. Lo extraño es que se está dando en el Reino Unido, donde las valoraciones pueden suspenderse o posponerse. Eso daría a los fondos un respiro y se evitarían las ventas forzosas.

Como hay muchos fondos que van a llegar a término, 7.000 millones de euros del inmobiliario europeo podría salir al mercado en 2009 y 20.000 millones más el año que viene. Ahora bien, si tienen elección, es poco probable que quieran liquidar en un mercado deprimido. El estudio de 2008 de INREV indica que casi dos tercios están previendo ampliar plazos o refinanciar su fondo.

Por ende, la refinanciación será la clave. Normalmente, las condiciones de deuda coinciden con el plazo de los fondos. Prácticamente todos los créditos de estos fondos son considerables: 150 millones de euros o más. ¿Hasta qué punto estarán dispuestos los bancos a renegociar estas condiciones, y en qué términos? “Cuando la gente empiece a hacer números, se van a encontrar con problemas serios”.

La caída del valor de las carteras también está afectando a los gestores de fondos donde más duele: su remuneración. Las comisiones por rentabilidad se están evaporando. También las comisiones de gestión que se cargan como porcentaje del valor del activo bruto del fondo, normalmente en torno al 1,5% de las cantidades comprometidas.

Notables por su complejidad y por su mera magnitud, las comisiones de gestión de los fondos inmobiliarios se están mirando con lupa, más que nunca. Los inversores pueden empezar a distinguir entre jugadores de primera y el resto, a los que hay que pagarles menos. “Los inversores se están fijando mucho más en la calidad de los gestores de fondos”.

“Se espera una consolidación en el sector de la gestión de fondos, alimentada por la presión en las comisiones, la necesidad de hacer economías de escala y el menor crecimiento del mercado”. Las presiones de costes también propiciarán que los fondos pequeños se unan para ganar tamaño.

Fondos *open-ended*: cerrados

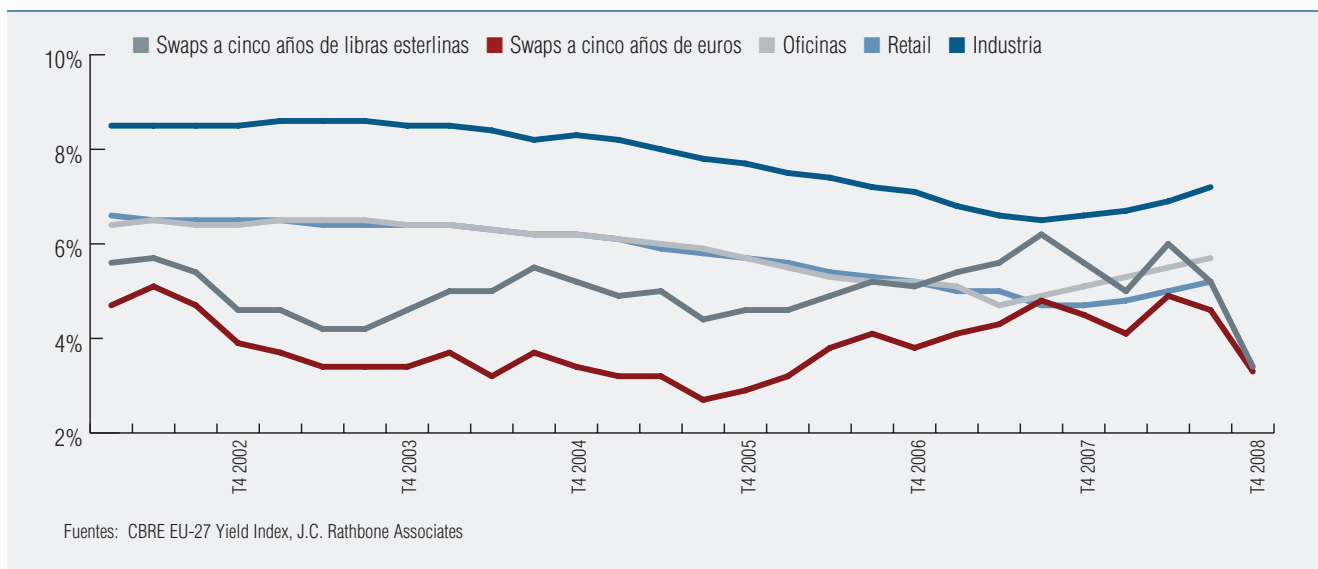
Los fondos *open-ended* están cerrados. En Alemania, el Reino Unido, Irlanda y España, las excesivas peticiones de reembolsos han forzado a algunos grandes fondos a congelar las salidas.

Estos problemas de liquidez han vuelto a iniciar el debate sobre la sostenibilidad de una estructura *open-ended* para la inversión inmobiliaria, especialmente para particulares. “Se necesita mucho arte para gestionar bien un fondo *open-ended*”.

En Alemania, el mercado más grande de Europa de *open-ended* no lo estaba haciendo mal hasta el pasado octubre. Entraba el efectivo: 5.300 millones de euros netos en los ocho meses hasta septiembre. Junto con los ingresos de un anterior reequipamiento importante en sus carteras, tenían unos 20.000 o 30.000 millones de euros para gastar. Pero la música dejó de sonar. Hypo Real Estate tuvo que ser rescatado, el mercado del bono *pfandbrief* se congeló, y el 5 de octubre, el Gobierno alemán garantizaba todos los depósitos bancarios dentro de su estrategia para afrontar la crisis bancaria mundial.

GRÁFICO 2-12

Rendimientos europeos vs. Coste de financiación



Asustados, los inversores salieron corriendo, sacaron 5.200 millones de euros de los fondos inmobiliarios *open-ended* sólo en aquel mes. “La garantía de la canciller de los depósitos bancarios llevó a que los inversores privados salieran de los fondos *open-ended* y los inversores institucionales también se asustaron”, nos comentaba un gestor. Para evitar una hemorragia que pusiera su vida en peligro, 12 fondos importantes —38% del sector por valor— impusieron una congelación temporal de reembolsos.

Los fondos *retail* han impuesto restricciones similares en otros países, aunque en estos casos, igual que en Alemania, el cierre no es universal. La BVI, la asociación de gestores de fondos alemana, culpa de la actual crisis a los inversores institucionales. Los fondos de fondos se deshicieron de grandes cantidades, intentando reducir sus asignaciones inmobiliarias y cumplir las peticiones de capital de sus inversores. La BVI quiere que haya períodos de aviso vinculantes por ley para los grandes inversores y penalizaciones por reembolsos antes de tiempo. Otros sugieren que los inversores institucionales, especialmente los fondos de fondos, deberían tener prohibida la entrada en productos de *retail*.

Con sus arcas empobrecidas, los fondos *open-ended* están a flote. Antes de todo esto, los fondos alemanes habían estado gastando de modo selectivo en Europa. Como tenían dinero, tenían prácticamente todo el terreno para ellos, especialmente los activos *core* que a ellos les gustan.

“En dos o tres meses, los fondos *open-ended* volverán e invertirán de nuevo”, predecía uno de los entrevistados. Pero esto depende de si los inversores recuperan la confianza en ellos para darles su dinero.

OPCI: en ciernes

Francia ahora tiene tres vehículos con ventajas fiscales para el inmobiliario: los *organismes de placement collectif immobiliers* (OPCI), las *sociétés d’investissements immobiliers cotées* el REIT francés (SIIC), y las tradicionales *sociétés civiles de placement immobilier* (SCPI), que no son tan populares entre los pequeños inversores. Esto significa que el mercado está llenísimo.

“Los OPCIs son una mejor opción y más flexible que una SIIC”, opinaba un inversor internacional. A diferencia de las SIIC, los OPCIs no tienen límite máximo de participación, de modo que tienen beneficios fiscales para los propietarios inmobiliarios que no venden su inmobiliario o que traen a otros inversores. Pueden ser cotizados o no.

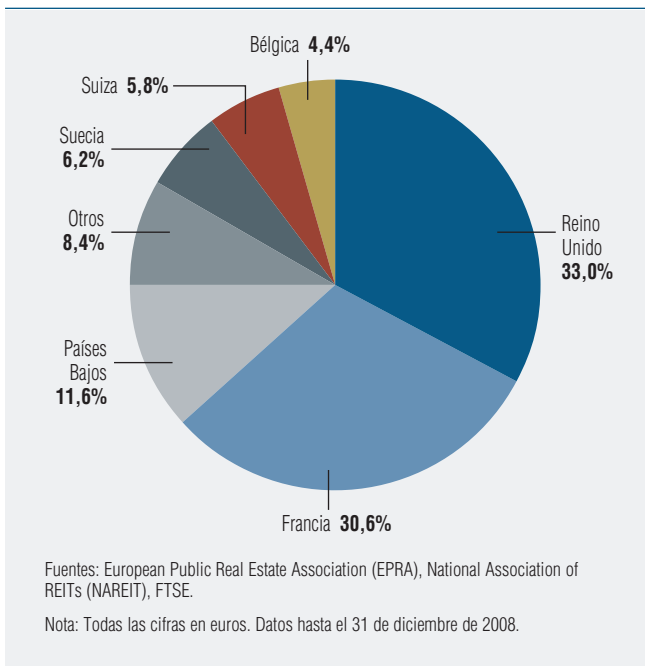
En Francia, grupos hoteleros y supermercados se han decantado por transformar sus propiedades en OPCIs; las empresas inmobiliarias cotizadas también están creando OPCIs para fomentar las relaciones con los inversores institucionales. De momento hay unos 20 OPCIs, un sector en ciernes que maneja en torno a 1.500 millones de euros. Hasta ahora, sólo dos están abiertos al público: uno lanzado por la entidad de correos francesa y el otro por el grupo bancario Caisse d’Épargne.

Como a los reguladores franceses les preocupaba que los OPCIs quedaran afectados por el pánico de los reembolsos de los *open-ended* alemanes, han insistido en que haya un 10% de colchón de liquidez, valoraciones trimestrales y períodos de reembolso más largos.

Italia tiene al mercado vigilado esperando ver la evolución de los OPCIs en Francia. El movimiento para crear un REIT italiano se estancó y el banco central ahora cree que un OPCIs podría ayudar a desbloquear el mercado inmobiliario italiano, notoriamente ilíquido y opaco.

GRÁFICO 2-13

Capitalización del mercado del índice europeo EPRA/NAREIT



Mercado inmobiliario cotizado: languideciendo

A los mercados inmobiliarios europeos “les han dado una paliza”. No hay financiación disponible y los valores inmobiliarios están cayendo, un “uno-dos” con derecho a los REIT y a otras empresas inmobiliarias cotizadas. Y ahora les dan el golpe de gracia: la recesión.

“El mercado cotizado es más eficiente en ponerle precio a los rendimientos futuros, tiene una mirada más objetiva sobre las perspectivas de crecimiento de los alquileres. Es más volátil, sí, pero da mucho más en el clavo”. Los precios de la renta variable están languideciendo, con el índice europeo EPRA/NAREIT que ha caído un 50% en 2008. “Los valores cotizados ya no los quiere nadie en estos momentos. Los precios son malos y los buenos tiempos tardarán en volver”. Los descuentos en las acciones sobre los valores de activo neto de las empresas son “enormes”.

Los fondos de oportunidad y los especialistas en reestructuraciones huelen la sangre y ya están sobrevolando en círculo. “Los REIT parecen un perfecto objetivo para las adquisiciones”, nos decía un participante. “La gente está ansiosa porque haya movimiento. Pero es que ahora no hay que invertir aún: están esperando que las acciones estén mas bajas”.

“Si tienes pasta y no tienes aversión al riesgo, hay verdaderas gangas.

GRÁFICO 2-14

Índice global de retorno total EPRA/NAREIT

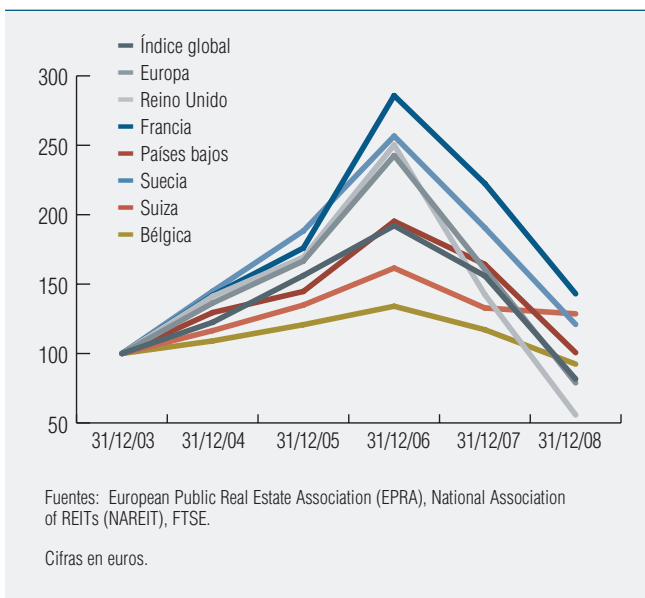
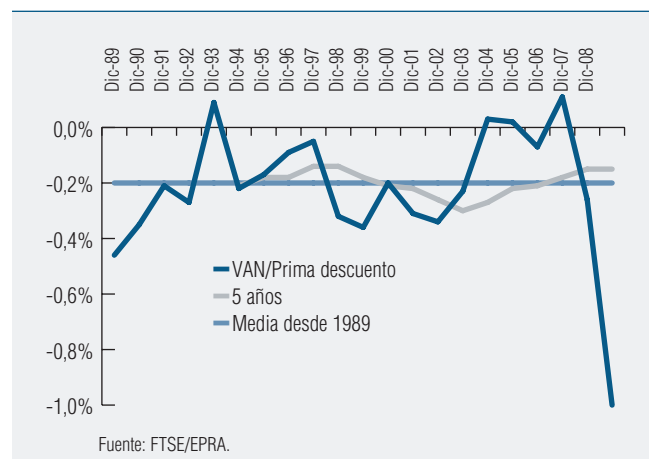


GRÁFICO 2-15

Índice Reino Unido FTSE/EPRA: VAN/Prima descuento

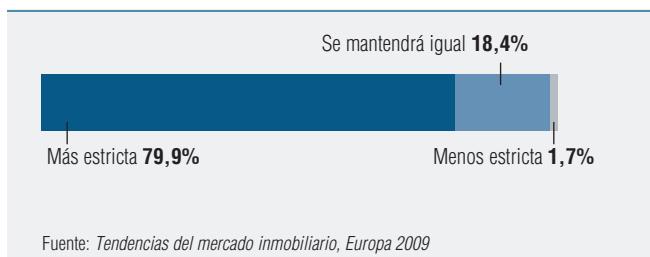


Puedes conseguir una cartera diversificada, gestionada con profesionalidad, lo cual es interesante, sobre todo en mercados que no conocemos muy bien. Pero la volatilidad está ahí, sin duda”, nos confesaba un inversor alemán que no pierde de vista el mercado.

“Aunque los mercados cotizados y los REIT están de capa caída en estos momentos, y seguirán así por un tiempo, serán los primeros que repunten, y el dinero acabará llegando. En este mercado hay fantásticas oportunidades de negocio a la espera”, auguraba otro.

GRÁFICO 2-16

Previsión de estándares para suscripción de capital para 2009



Pero hasta que los mercados de deuda no vuelvan a abrir puertas, se hace difícil que haya movimiento. La capitalización de las cotizadas sigue siendo elevada, y para los compradores apalancados sería difícil reunir tanta deuda. “Puede haber algunas consolidaciones: sobre todo por intercambio de acciones”. O quizá los fondos soberanos entren en escena.

Los valores inmobiliarios británicos y españoles han sufrido especialmente. En el Reino Unido, los REIT tienen un endeudamiento bastante conservador y bien gestionado, pero operan a unos descuentos “absurdos” de más del 50% con respecto a su valor de activo neto reconocido. “Históricamente, tienen su atractivo pero sus balances languidecen”. “El mercado está anticipando los precios y claramente se ve que los valores aún no han tocado suelo”.

En España, el sector inmobiliario cotizado está bajo mínimos. Tras una orgía alimentada por el endeudamiento para la promoción y desarrollo de viviendas y para las grandes adquisiciones, las inmobiliarias españolas están luchando ahora por su vida. Dos de las inmobiliarias más grandes del país ya están en concurso de acreedores, sus bancos les han cerrado el grifo. Otras siguen respirando tras operaciones importantes: ventas masivas, intercambios de deuda por acciones o por activos con sus bancos y —en lo posible— inyecciones de capital nuevo.

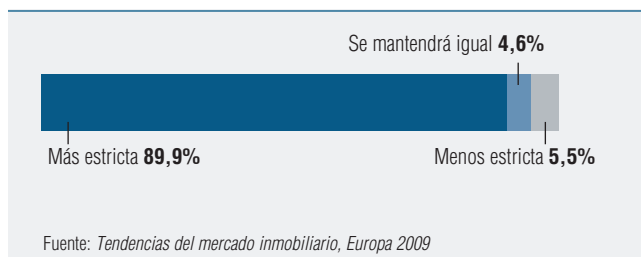
Para ayudar al sector a mantenerse a flote, el Gobierno español ha creado una línea de crédito de 3.000 millones para los promotores que acepten poner en alquiler las viviendas que no vendan. Y si bien se habían resistido hasta ahora a introducirlos, parece que ahora creen que los REIT podrían resucitar su mercado inmobiliario enfermo. La propuesta de sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI) es que sea un vehículo cotizado. Pero a diferencia de los regímenes de tipo REIT introducidos en Francia, Alemania y el Reino Unido, las empresas que decidan convertirse en SOCIMI no deberán pagar un impuesto de entrada.

Así, las SOCIMI podrían ser el salvavidas para las inmobiliarias y los bancos españoles, cargados de problemas. “Aunque los REITs no pueden solucionar todos los males, son algo positivo. Su introducción en España puede ayudar a la obtención de liquidez y a introducir un mejor incentivo fiscal”.

Sin embargo, los más críticos dicen que el borrador propuesto “no es un buen modelo” y que “es el peor

GRÁFICO 2-17

Previsión de estándares para suscripción de deuda para 2009



momento para introducir los REIT en España”. No les gustan las restricciones de endeudamiento (60% como máximo) ni las de participación, que inicialmente se había fijado en un máximo del 5%, si bien dicha limitación se ha eliminado en el último borrador del Proyecto de Ley (antes de la emisión de este informe) .

Por toda Europa, los REIT se enfrentan a un 2009 difícil. Deben rebajar drásticamente el valor de sus carteras y tienen el apalancamiento limitado. “No podrán aprovechar las buenas oportunidades que va a haber”.

Las SIIC francesas están aguantando el tipo bastante bien, dadas las turbulencias financieras. Pero este sector también se enfrenta a una reestructuración importante para cumplir nuevos requisitos: un capital flotante mínimo del 15% y un límite de participación del 60% por inversor o grupo. En principio las SIIC debían estar adaptadas a finales de 2008, pero dadas las dificultades del mercado actual, el Gobierno ha ampliado el plazo hasta 2011.

Para rizar el rizo, las SIIC están compitiendo con los nuevos vehículos con incentivos fiscales, los OPCl. “Yo prefiero los OPCl a las SIIC: dan más flexibilidad, sobre todo para empresas privadas”, nos confesaba un gestor de fondos. “Las SIIC no están tan bien, sobre todo desde que ha cambiado la normativa y sólo puedes tener un máximo del 60% de participación”.

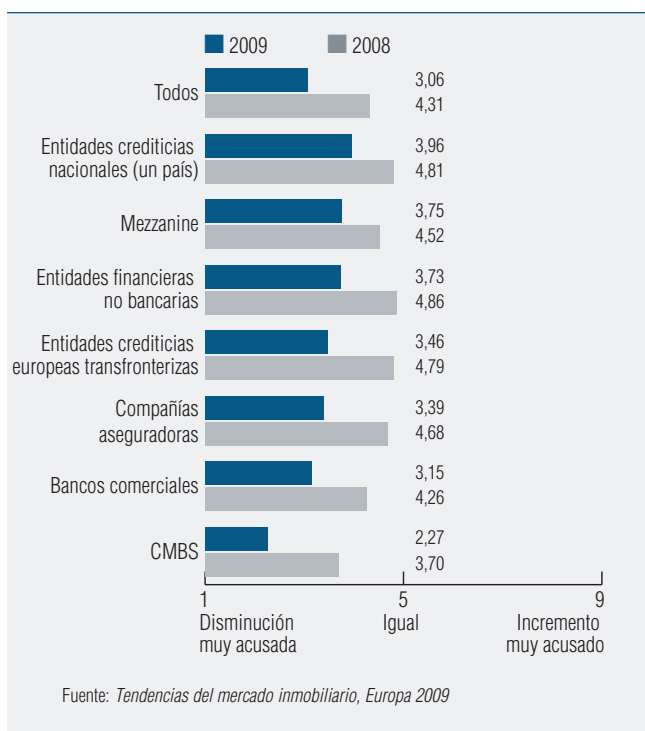
En otros sitios de Europa, los REIT quedan en un segundo plano de momento. “Nosotros nunca nos fiamos demasiado de los vehículos cotizados y ahora se ha confirmado”, afirmaba un escéptico. Otros aseguran que los REIT son víctimas de los acontecimientos, más allá de su control. “Hoy no les va bien, pero esperemos a que se asiente el polvo”.

En Alemania, sólo dos han hecho OPV hasta ahora: Fair Value y Alstria. La mayor compañía cotizada alemana, IVG, se retiró de hacer una OPV el año pasado y en principio descarta hacerlo antes de 2010. “El G-REIT está muerto, y no se espera su vuelta en 2009”.

En Italia, la normativa aplicable a los REIT está ahí, pero nadie tiene prisas por salir a bolsa. “Las societàs di investimento immobiliare quotata (SIIQ) tienen demasiados peros. No es un instrumento atractivo”, nos dice un consejero delegado de una importante inmobiliaria. Para darle un empuje a las SIQ, el Gobierno pretende introducir algunos cambios en la normativa: subir la participación al 70%, reducir el *free float* necesario al 15% y permitir que las SIQ retengan algo más de sus ganancias de capital.

GRÁFICO 2-18

Cambio de disponibilidad de deuda para el mercado inmobiliario



Mercados de deuda: ¿cerrados hasta cuándo?

“Cero deuda. No veo capacidad de recuperación en el próximo semestre”. “Los mercados de crédito están cerrados en general para cualquier tipo de préstamo. Es difícil decir cuándo se abrirá”.

Unánimemente los encuestados del *Tendencias* afirman que 2009 va a ser muy complicado. “Los bancos están completamente a la defensiva. No hay ni uno con prisas por hacer transacciones. “Es prácticamente imposible acceder a financiación. Ahora yo voy a buscar financiación de vendedor para mantener las operaciones”, apuntaba un comprador oportunista.

Había un puñado de optimistas que esperaban que los mercados de crédito se descongelaran relativamente rápido este año. Pero la mayoría de los entrevistados de esta edición del *Tendencias* creen que la cosa va a ir más lenta. “La financiación empezará a entrar, titubeando, en el segundo semestre de 2009, pero de verdad lo hará a finales de 2009 o principios de 2010”, auguraba un inversor. “Llegará 2010 antes de que la financiación se normalice más o menos”.

Nuestra encuesta indica que todos los proveedores habituales —desde los bancos nacionales a las instituciones de crédito transfronterizas, compañías aseguradoras y otras instituciones financieras— dejarán

salir dinero de forma muy limitada y selectiva en 2009. “Las transacciones grandes, como si nada”.

Las entidades de crédito nacionales se espera que sean ligeramente más generosas que el resto. Muchos bancos locales no llevan la carga de las *subprime* estadounidenses o los demás productos estructurados que han hecho que algunos bancos de inversión y grandes entidades de crédito internacionales y comerciales caigan postrados de rodillas. “Las entidades de crédito más activas ya no están. Cuando vuelva la deuda, será sobre todo nacional”.

Ahora bien, como prestan con su balance, también los bancos nacionales tienen problemas que afrontar. Están muy expuestos a sus mercados inmobiliarios locales, han financiado a los promotores y a los contratistas durante el *boom* de los dos últimos años. Según una estimación, las mayores entidades crediticias europeas tienen 1 billón en balance expuesto al mercado inmobiliario. Ahora se están enfrentando a grandes devaluaciones y pérdidas por deudas incobrables, sobre todo los bancos británicos e irlandeses, las cajas españolas y algunas entidades de crédito alemanas y nórdicas.

“Los balances de los bancos españoles están llenos de basura, aún no han dado luz alguna sobre sus préstamos problemáticos. Pronto empezarán a hacerse públicas sus debilidades”, predecía un inversor. En el Reino Unido, que es donde se han visto unas caídas de precios más rápidas, Morgan Stanley estima que 41.000 millones de libras en créditos al sector inmobiliario estarán en negativo a finales de 2009. De éstos, cerca de 8.200 millones de libras tendrán que refinanciarse este año. “La refinanciación es extremadamente difícil”, aseguraba un inversor/promotor importante. “Claramente, los bancos no quieren más exposición en el inmobiliario”.

Como las economías europeas se enfrían y los valores inmobiliarios caen el sur, cada vez más créditos incumplirán sus condiciones financieras. “En 2009, veremos mucho estrés por el *cash flow*. Entonces habrá que sentarse con los clientes”, aseguraba un banquero.

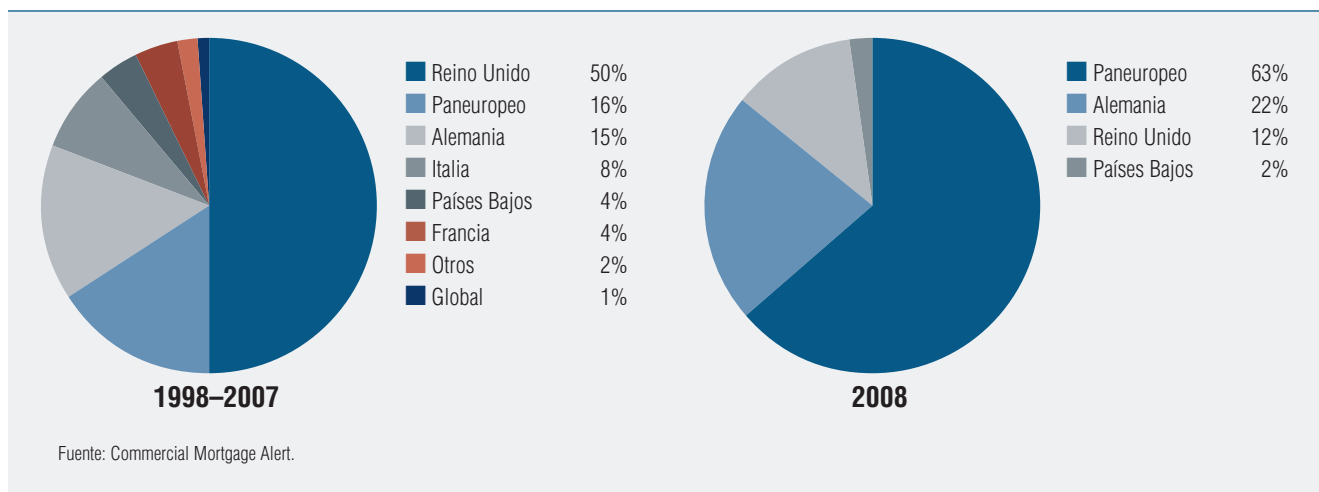
La cuestión es si los bancos empezarán a aplicar sus condiciones y potenciarán una oleada de ejecuciones. “Puede acelerar la caída de los valores si los bancos adoptan una actitud agresiva con las condiciones de las coberturas, en que prevalezca el sentido común”, decía un ejecutivo de una inmobiliaria.

“Los bancos de inversión se van a dar un baño y luego empezarán a tirar cosas. Las entidades de crédito tradicionales adoptan una visión a largo plazo y suelen plantearse todo con más calma”, aseguraba un responsable de una de estas entidades.

“Las entidades crediticias no van simplemente a tirar de la cuerda. Intentarán llegar a un acuerdo o a una reestructuración de semiconsenso”, apuntaba un banquero que creía que el sector inmobiliario europeo es “más profesional, más confiado” que en la última crisis. “Culturalmente, no pasa eso en el continente, y en algunos países no se tiene el sistema legal para apoyar la recuperación si se pagan intereses”.

GRÁFICO 2-19

Emisiones europeas de CMBS por localización de garantía



Hasta ahora, la gran marea de deuda y activos inmobiliarios en *distress* no se ha materializado. Pero cuando la recesión llegue, y los que están de alquiler empiecen a dejar de pagar o a declararse insolventes, los ratios de cobertura de intereses de los préstamos entrarán en zona roja. “Ahí a los bancos les va a doler”. Los oportunistas buscan ventas a la desesperada. “Los bancos, Lehman, empezarán a vender. Y cuando lo hagan, alucinaremos con las rentabilidades”.

Cuando la financiación vuelva de verdad, las condiciones de suscripción serán difíciles: “Volveremos a la banca tradicional”. “La deuda preferencial que en realidad era *mezzanine* ha desaparecido”.

Los ratios de apalancamiento *Loan to Value* (LTV) del 80% que había antes de la crisis se han recortado al 60-65% para la deuda preferente. “Se ha dado un giro radical”, aseguraba un prestatario. “Las comisiones de inicio están al 1%, no al 0,5%, márgenes del 2% y todo tipo de condiciones”. “Las estructuras *bullet* tendrán un precio mucho más alto”.

Y los bancos van a racionar los créditos entre sus más selectos clientes. “Ahora nos centramos más en quién pide el préstamo”. Los clientes conservadores de las empresas más importantes recibirán otro trato completamente distinto. “Hasta que el 50% de LTVs se alcance, la gente no se está bajando del todo los pantalones. Pero de momento, aún no estamos ahí”, nos decía un prestatario.

CMBS ¿R.I.P.?

“Muertos y enterrados”. “Han pasado a la historia”. Esto se repitió varias veces en nuestras entrevistas, y las cifras lo respaldan. La emisión europea cayó un 85%, con sólo 9.600 millones de euros emitidos en títulos hipotecarios comerciales (CMBS) el año pasado. Hay un toque de *delectatio morosa* entre algunos europeos con este

desplome. “Todos estos productos estructurados están explotando y espero que no vuelvan pronto”.

Sin embargo, quizá sea demasiado pronto para decir la última palabra. “El CMBS es una buena idea, pero se ha hecho uso y abuso. Volverá, pero se tomará su tiempo”, predecía uno. “El CMBS es un importante vehículo de financiación para bancos. Tiene que reinventarse”.

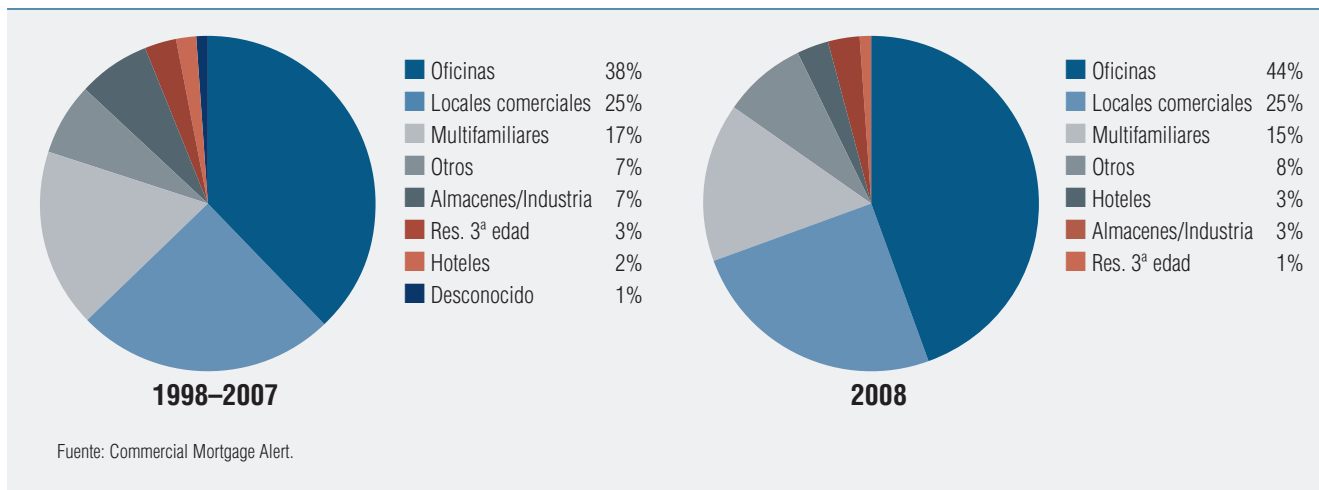
Por culpa de la congelación del crédito, los balances de los bancos están llenos de hipotecas que no han podido garantizar. Pero gracias a los acuerdos especiales del Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo, los bancos pueden cambiar CMBS y RMBS (títulos hipotecarios residenciales) AAA por efectivo, en acuerdos de recompra a corto plazo (*repo*). El año pasado, cinco tramos de préstamos se dividieron para aprovechar las operaciones de *repo* del BCE. Mientras, sigue habiendo 135.000 millones de euros emitidos previamente como CMBS europeo navegando en aguas muy revueltas. Según Standard & Poor’s, estas casi 200 operaciones se dividen en unos 842 tramos de préstamos diferentes. Algunos de éstos están empezando a tener problemas.

Aunque hay relativamente pocos créditos de CMBS europeos con impagos a finales de 2008, habrá más en 2009. Con caídas de pico a valle del 20-30% previstas para valores inmobiliarios en los mercados europeos, las condiciones de valor del préstamo y el del activo que lo respalda se incumplirán. En el Reino Unido, ya se han conocido tres casos de mora cuando los prestatarios se negaron a inyectar más dinero para levantar las condiciones de valor del préstamo y el del activo que lo respalda.

Y como las economías europeas se están enfriando, las insolvencias de los inquilinos y la mayor desocupación afectarán a las carteras y a las propiedades que respaldan los CBMS, con lo que peligrará el pago de intereses de los bonos. Y luego está el riesgo de refinanciación. “Los prestatarios que se enfrentan al vencimiento de los

GRÁFICO 2-20

Emisiones europeas de CMBS por tipo de activo



créditos en un futuro próximo lucharán sin duda por hacer pagos (“balloon”) al vencimiento”.

Algunos entrevistados del *Tendencias* aseguran que los temas actuales no suponen el Apocalipsis. Los ratios deuda/cobertura son adecuados “siempre que los inquilinos no empiecen a dejar de pagar”; la caída de los valores no pone en peligro a los tenedores de bonos preferentes; el grueso de refinanciación está a cuatro años vista. “Casi todo el CMBS se amortizará, como se suele decir, del bote”.

Otros no lo tienen tan claro: el estrés financiero está revelando grandes defectos en la estructura y la documentación de las operaciones de CMBS. “Los inversores de deuda preferente (*senior*) no quieren negociar. Preferirían que les reembolsen el dinero porque no quieren más riesgo, pero los inversores de *B-Note* y *mezzanine* preferirían aguantar a pesar de los incumplimientos”. “Se va a liar una buena para solucionar esto: litigios, demandas colectivas...”.

En muchos casos, la jerarquía de pago de los tenedores es ambigua. Algunos se complican con *credit default swaps* (CDS) que no coinciden con las condiciones de emisión. Y como los bancos se deshacen de la deuda CMBS, surgen nuevos conflictos. “Las estructuras de titulización ahora son claramente inestables. Los interesados tienen voto, pero son gente completamente nueva que entran en esas estructuras con descuento. Sus intereses no están alineados”.

Una mayor regulación es inevitable. La Comisión Europea está proponiendo que los bancos tengan la obligación de tener un mínimo del 5% de cada tramo de CMBS que emiten de títulos con calificación AAA hasta B. Esto sería el golpe de gracia para el modelo de “crear-para-distribuir”.

La Unión Europea también quiere que se dé mucha más información y que los inversores tengan que poner a prueba todas sus posiciones antes de invertir en CMBS.

También está sobre la mesa la creación de una nueva agencia de calificación cuyos intereses estarían alineados con los de los inversores. Las entidades crediticias se oponen a estos cambios. “La regulación es necesaria, pero no hasta el punto de que los banqueros tengan que trabajar con las esposas puestas”, nos decían.

Una cosa está clara: “Si vuelve el CMBS, será como AAA, con poco apalancamiento”. “Tendrá que pasar una generación antes de que vuelvan las partes garantizadas que se dividían en 20 tramos”.

Derivados, ¿hay alguien ahí?

Las opiniones sobre los derivados inmobiliarios están muy divididas. A los que están favor les gustan estos instrumentos indexados porque se pueden utilizar para gestionar su exposición al tipo de activo. “Hemos hecho bastante dinero”, nos decía un inversor que se dedicaba a esto.

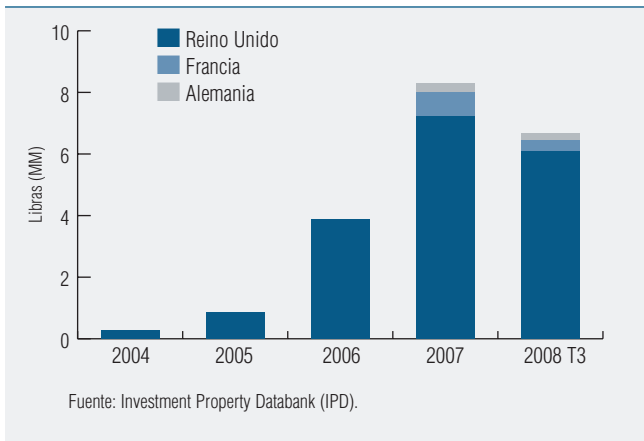
Entre los que están en contra, algunos sospechan y rechazan este mercado inmobiliario “virtual”. “Los derivados no son positivos para el mercado inmobiliario y de capitales. Aumentan la volatilidad”. “Son demasiado complejos, nada transparentes. No hay futuro para estos productos”.

En la mayor parte de 2008, el incipiente mercado de derivados de inmobiliario comercial en Europa estaba floreciendo, los inversores lo usaban para gestionar su riesgo en un mercado directo cada vez más incierto y menos líquido. Con 6.800 millones de euros, el volumen negociado en los tres primeros trimestres fue similar al total del año anterior. Hubo operaciones sectoriales en las oficinas francesas, y una pequeña prueba de derivados en el índice español. “El mercado de derivados es mejor de lo que me imaginaba”, nos decía un participante.

2009 será complicado. Tras el desplome de Lehman y la crisis bancaria, los inversores están preocupados por el riesgo de contrapartida. Para que los derivados funcionen,

GRÁFICO 2-21

Derivados inmobiliarios europeos



es esencial que la otra parte sea solvente. Ahora los actores principales (como los bancos de inversión) están fuera, no están dispuestos a comprometer capital (o no pueden) hasta que mejore la confianza.

Algunos han cambiado de planes para entrar en este área. “Hay tanto escepticismo en el mercado actual sobre la estructuración de esas cosas... A lo mejor no volveremos a ver derivados en los volúmenes vistos anteriormente.

Además, ciertos temas técnicos molestan a la gente. “Nos sentimos un poco incómodos con el punto de partida de los derivados inmobiliarios (la fiabilidad de los índices), sobre todo en Alemania”. “Los derivados son útiles pero demasiado complejos. Deberían revisarse algunos mecanismos. Los reguladores e inversores tendrán que ir con más cuidado.

Sus más arduos defensores esperan que esto sea una parada temporal. “Es extremadamente importante para los mercados inmobiliarios tener un mercado de derivados que funcione bien. Le permite a uno reaccionar más rápidamente a los desarrollos del mercado, y es más eficiente en costes, aunque tenemos que mejorar el tema de los índices. Los participantes tienen que estar preparados para tener un alto nivel de transparencia”.

Las primeras indicaciones nos muestran que el mercado sobrevivirá en este difícil camino. Aunque algunos bancos han cerrado sus negocios de derivados inmobiliarios, otros están abriendo. Eurex, el mercado de intercambio de derivados internacional, nos dice que lanzará el primer contrato de futuros inmobiliarios de Europa en 2009. “Los derivados inmobiliarios crecerán: apuntan a los inversores más sofisticados que sepan entender los riesgos y las recompensas en juego”.



Mercados en el punto de mira

“Muchos inversores se están centrando en **inversiones más seguras** y en localizaciones de primera”

La inversión inmobiliaria y las perspectivas de promoción se están debilitando en todas las ciudades europeas, y numerosos inversores están volviendo a la disciplina y a lo de toda la vida. “Ha llegado la hora de ser estratégicos y volver a lo de siempre: explotar, gestionar, alquilar...exprimir al máximo lo poco”. Otra tendencia que se detecta es que parece que interesa más la situación económica de los países, los niveles de desempleo y su impacto en la demanda, los valores del inmobiliario que caen y los intentos por comprender los efectos a corto y a largo plazo de la crisis de crédito en el mercado inmobiliario. Uno de los directivos observaba lo siguiente: “En 2009 Europa tendrá un menor crecimiento económico y un menor consumo. Las inversiones estarán bloqueadas por las dificultades de financiación. El paro aumentará”.

El crecimiento económico seguirá retrocediendo en todos los países europeos durante 2008 y las economías seguirán luchando en 2009. El índice de crecimiento del producto interior bruto (PIB) de la eurozona ha pasado del 2,6% en 2007 a una previsión cercana al 1% para el cierre de 2008. Desafortunadamente, las previsiones para el crecimiento del 0,1 y 0,9% en 2009 y 2010, respectivamente, no ofrecen mejores perspectivas para los mercados inmobiliarios europeos. Los participantes reconocen estas preocupaciones al afirmar que “Europa está en recesión” y que “la Europa Continental Occidental pasa por un momento muy difícil, el mercado está cambiando rápidamente”. Hasta en los países de más rápido crecimiento (Rusia, Turquía, Polonia y la República Checa) se enfrentarán a una reducción de la producción en el futuro”. “La Europa Central y del Este y Rusia no se van a escapar. No creo que los grandes países de esta zona entren en crecimiento negativo, pero las cifras serán mucho más discretas de lo que hemos visto hasta ahora”, apuntaba un promotor.

Múnich, Alemania.

GRÁFICO 3-1
Perspectivas de mercado

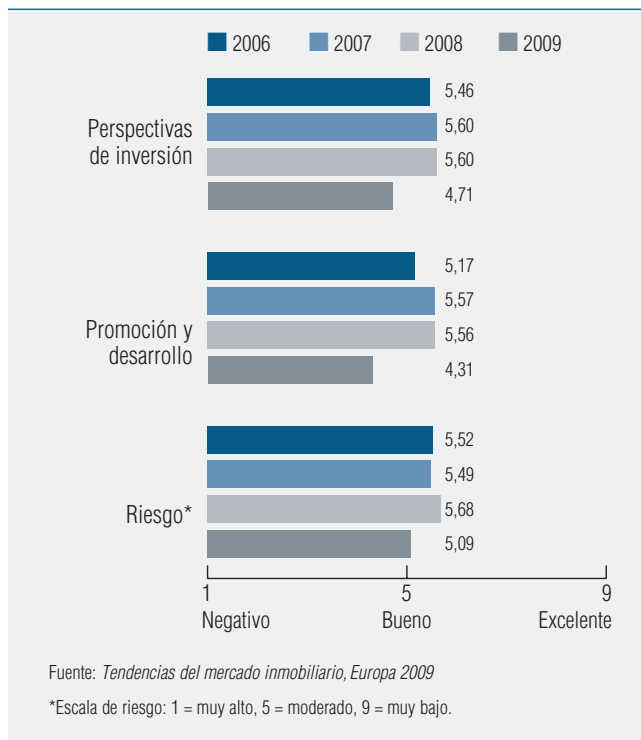


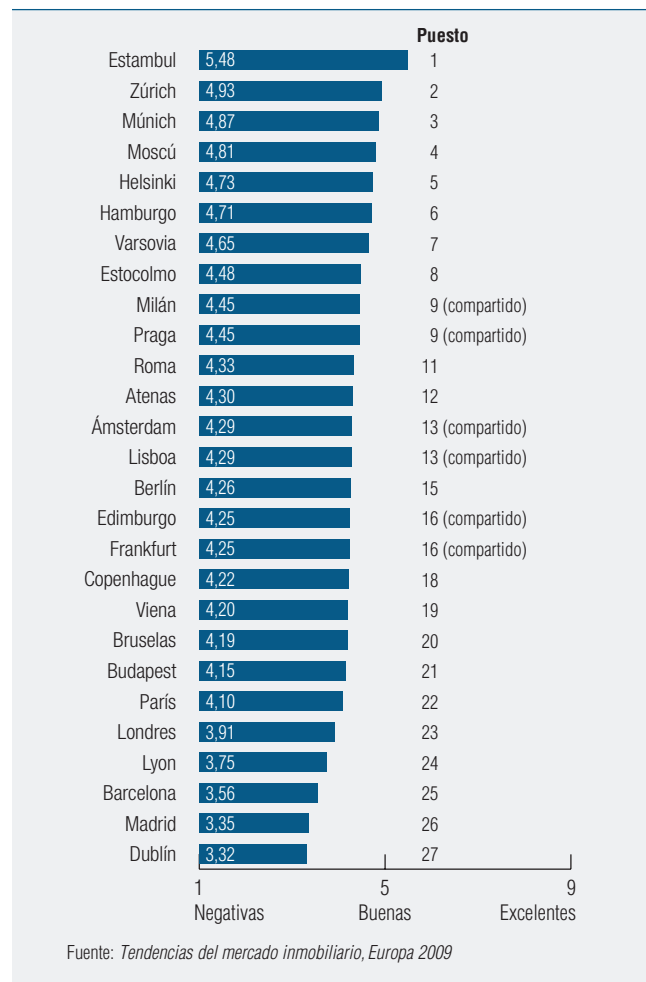
GRÁFICO 3-2

Perspectivas de inversión para los mercados europeos



GRÁFICO 3-3

Perspectivas de promoción y desarrollo para los mercados europeos



“Las tasas de desempleo nacionales aumentarán debido a la reducción de la actividad económica”. “Se prevé que el desempleo se incremente mucho en Europa, sobre todo en Gran Bretaña”. Éstos son algunos de los comentarios relacionados con el empleo recogidos durante las entrevistas. Los números lo respaldan, mostrando una tendencia al desempleo en la zona euro que ha crecido, casi mensualmente, desde los mínimos de enero hasta el 7,7% de octubre de 2008. Los Estados miembros con índices de desempleo más favorables son los Países Bajos (2,5%), Austria (3%) y Dinamarca (3,2%). España es la que más se puede quejar de su mercado laboral, pues ha subido 4,3 puntos porcentuales su índice de desempleo, que se sitúa en el 12,5%. Un observador nos decía: “España es un descarrilamiento que va a cámara lenta”.

Los temas macroeconómicos, combinados con la falta de deuda y la subida de los precios del mercado inmobiliario en 2007, redundaron en un incremento de las rentabilidades (*yields*) en activos *prime* y en la reducción de precios en 2008 y principios de 2009. Según datos de Jones Lang LaSalle, la rentabilidad media ponderada de las oficinas *prime* en Europa se ha incrementado 25 puntos básicos (pb) en el tercer trimestre, y se ha situado en el 5,3%. Como

consecuencia, las rentabilidades principales han cambiado 100 pb desde que tocaron suelo en el segundo trimestre de 2007. “Yo creo que las tasas de capitalización van a subir para alta gama; serían 50 pb más, cualquier cosa que no sea de primera gama ha experimentado fuertes variaciones de precios”. “Las rentabilidades se están adaptando; veremos otra fase de corrección en 2009”. “Los inversores que compraron *yields* bajos en el pasado van a tener que corregir el valor del capital ahora”.

¿Dónde vamos ahora?

Han pasado a la historia los tiempos en que si hacíamos demasiadas preguntas al vendedor, otro comprador nos podía quitar la propiedad en nuestras mismas narices. Ahora las oportunidades de endeudamiento son limitadas y los mercados parece que cambian día a día. Hay grandes inversores que tienen las antenas puestas, analizan todas las ciudades, están a la espera del momento adecuado para mover ficha. Sin embargo, en términos globales las perspectivas de inversión urbana han caído desde 5,6 del año pasado a 4,7 (aceptables) para 2009, mientras

GRÁFICO 3-4
Riesgo de las capitales europeas



que las perspectivas de promoción han caído más: de 5,6 a 4,3 (bastante flojas), y los gráficos de riesgo también han empeorado. Muchos inversores se están pasando a inversiones más seguras de primera línea, un paso atrás con respecto a los movimientos más arriesgados y los intereses por el mercado secundario que aparecían en el *Tendencias 2008*.

Muchos inversores se están pasando a inversiones más seguras de primera línea, un paso atrás con respecto a los movimientos más arriesgados y los intereses por el mercado secundario que aparecían en el *Tendencias 2008*.

“Alemania es menos volátil, con más inversores a largo plazo”, aseguraba uno de los entrevistados, y muchos inversores miran en esa dirección. Cuatro ciudades alemanas aparecen en el *top ten* de perspectivas de inversión para 2009, con Múnich y Hamburgo en primer y segundo puesto, respectivamente. “En Múnich y Hamburgo, hay signos de que los precios se van a mantener”. Estambul y Moscú siguen entre las diez primeras; pero ambas ciudades han empeorado su posición relativa con respecto a 2008. Londres ha mejorado tras la fuerte caída del año pasado, y se sitúa en el quinto puesto de inversión este

año. “Londres sufrirá a corto plazo pero será una buena apuesta a medio-largo plazo”. A la cola de la lista, Madrid y Barcelona, que han seguido bajando, y Lyon, que es la que ha experimentado un movimiento a la baja más acusado: desde el 6 en 2008 al 24 en 2009.

Los entrevistados comentaban que a partir de ahora la disponibilidad de capital será más nacional que transfronteriza. Esto explica por qué Zúrich se mantiene fuerte, pues el mercado es muy nacional, y esto quizá también sea aplicable a Múnich.

En general, como hay más activos ya existentes que oportunidades de inversión nuevas, y las transacciones son y seguirán siendo bastante flojas, los *ratings* por ciudades se refieren más a los movimientos de los activos existentes que a las oportunidades de nuevas inversiones, aunque esto último también tenga su impacto. En principio, las calificaciones para todas las ciudades han caído de modo considerable, y las ciudades en la parte alta de la tabla son las que tienen la puntuación que menos ha caído (no las que más han subido).

Diez principales mercados

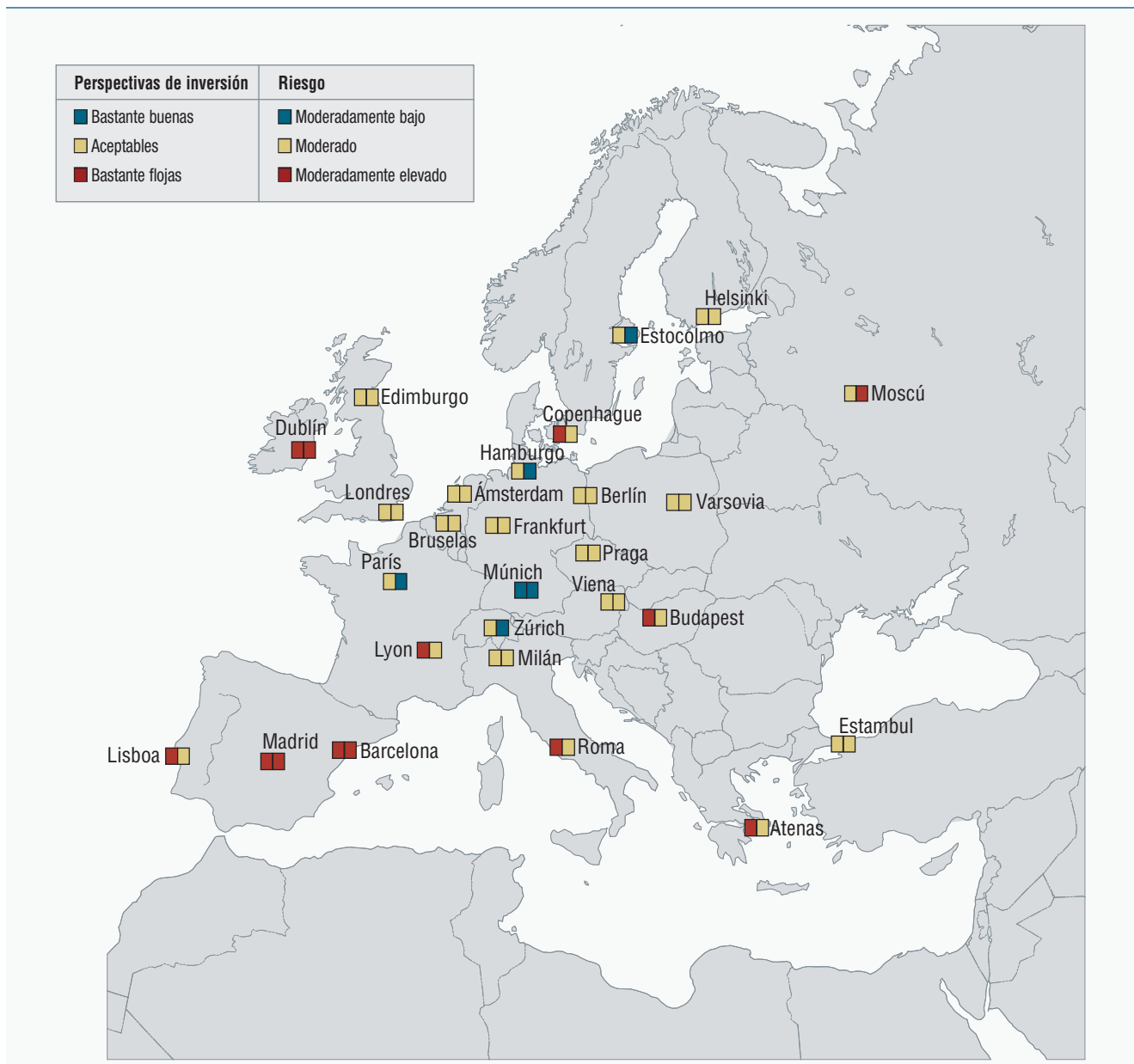
Múnich

Los participantes del *Tendencias* creen que Múnich será la principal ciudad europea para invertir en 2009, pues avanza tres posiciones con respecto al *ranking* de 2008 y se coloca en primer lugar. “Hay signos de que los precios de Múnich se mantendrán. Tras un largo

GRÁFICO 3-5
Mercado inmobiliario de Múnich



Principales ciudades europeas



período de estancamiento, un mayor gasto público podría traducirse en un crecimiento económico futuro y en la disminución del desempleo. Múnich debería beneficiarse de estos cambios y del fuerte aumento de la población (un 6% en los últimos cinco años). Los inversores de inmobiliario comercial también se han dejado llevar por el consumo privado que ofrece Múnich. Según el índice de poder adquisitivo de BulwienGesa AG, los residentes de Múnich han incrementado su renta disponible 1.022 euros desde septiembre de 2008, continuando un crecimiento que comenzó en 2001 y dando muestra de la fuerza económica de la ciudad, a pesar de los problemas de la economía global. Múnich también es una de las ciudades más visitadas de Alemania, con una media de 4,7

millones de visitantes anuales y con más de 9,5 millones de pernoctaciones.

Aunque las perspectivas de promoción han retrocedido en 2009 del 6,3 hasta 4,9 (aceptables), Múnich se mantiene en tercer puesto, igual que en 2008.

Los temores económicos han desacelerado las promociones, y los promotores intentan actuar en zonas de la ciudad con menos riesgo. "Múnich nos gusta, porque tiene un entramado económico muy diverso, lo cual facilita las inversiones arriesgadas". Los resultados del estudio también sugieren que Múnich parece ser la ciudad con menos riesgo en 2009, una mejora con respecto a los datos de la pasada edición. Los inversores expresaron sus preferencias por la compra en los sectores de pisos y locales comerciales.

Hamburgo

Múnich no es la única ciudad alemana que logra una buena posición, pues Hamburgo le sigue en segundo lugar en perspectivas de inversión en 2009. La puntuación de inversión de Hamburgo ha disminuido desde el año pasado, igual que con la mayoría de ciudades, pero su posición en la lista ha mejorado: del tercer al segundo lugar. “Alemania tiene mejor aspecto ahora que antes porque los otros mercados están fatal”, afirmaba un inversor. Es cierto que la inversión en el mercado inmobiliario de Hamburgo no ha sufrido tanto, pero la ciudad sigue luchando, por la caída de los alquileres de los locales comerciales, la mayor desocupación de las oficinas y la producción económica inestable. Dado que el turismo aumenta cada año, la ocupación hotelera y los ingresos han llevado a un mayor interés por los hoteles. Los visitantes se sienten atraídos no sólo por el gran número de museos y de exposiciones de arte de Hamburgo, también por ser centro neurálgico de la música internacional, en competencia directa con Nueva York y Londres.

GRÁFICO 3-7

Mercado inmobiliario de Hamburgo



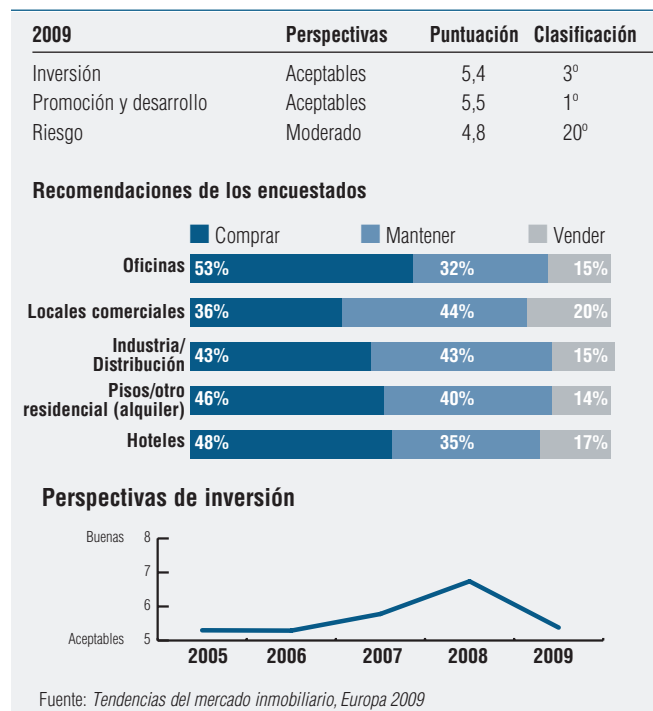
El crecimiento inmobiliario de Hamburgo ha disminuido en 2008 y se prevé que siga lento en 2009, pues la clasificación de perspectivas de desarrollo ha caído al sexto lugar desde el cuarto de la edición anterior. Con estos cambios, los inversores posiblemente ajustarán sus estrategias de capital; ahora bien, los resultados demuestran que siguen sintiéndose cómodos con el riesgo de inversión de la ciudad, porque sitúan a Hamburgo en tercer lugar de este indicador, con un riesgo relativamente bajo. “Hay que buscar sitios donde la gente quiera vivir y donde se pueda vivir bien, como el sur de Alemania, Bavaria y Hamburgo”.

Estambul

Este mercado ocupa el puesto número tres de la clasificación de inversión en 2009. Estambul sigue despertando gran interés entre los profesionales inmobiliarios, pues sólo ha caído una posición desde su puesto en 2008. Los problemas económicos no han tenido el mismo impacto en el inmobiliario comercial de Estambul que en otras ubicaciones europeas. Ahora bien, el crecimiento económico parece atrofiado, por la incertidumbre política y los retrasos de las reformas económicas del Gobierno requeridas por la Unión Europea. A pesar de esta desaceleración, los inversores siguen buscando oportunidades en la ciudad. Una persona aseguraba: “Estambul pronto tendrá perspectivas más favorables y será nuestro principal destino para inversión inmobiliaria”. La oferta de buenas oficinas en los centros de negocios no basta para responder a la demanda, pues el suelo en estas zonas es limitado y bastante caro. Un 53% de los participantes están de acuerdo en que el mercado de oficinas de Estambul es una buena opción de compra.

GRÁFICO 3-8

Mercado inmobiliario de Estambul



El interés por el sector hotelero también es elevado, pues un 48% creen que este sector ofrece oportunidades de compra. Según el Ministerio de Turismo, la cifra de visitantes casi se ha triplicado entre 2000 y 2007, superando los seis millones.

Los resultados del *Tendencias* apoyan esta demanda continuada, pues Estambul vuelve a hacerse con el primer puesto para perspectivas de promoción y desarrollo, igual que en la edición del informe de 2008. “Los proyectos en Estambul siguen siendo relativamente atractivos”.

“Es necesario hacer promoción de inmobiliario residencial en Estambul y la costa turca”. Pero a pesar del interés, los

inversores en 2009 se muestran obviamente preocupados por el riesgo que comporta Estambul, pues según se desprende del estudio, es la octava ciudad con más riesgo a la hora de invertir. Uno de los entrevistados lo ratificaba: “Estambul sigue teniendo buena pinta, pero para nosotros es demasiado exótico”.

Zúrich

Zúrich gana mucho terreno en 2009 porque la ciudad salta en la clasificación 13 puestos hasta colocarse cuarta. Esto se puede atribuir a su estabilidad, pues las perspectivas de inversión de Zúrich han bajado mucho menos que las de las demás ciudades. Una de las personas entrevistadas aseguraba que esto se debía a que la ciudad “tiene una base de inquilinos muy diversificada”, lo que comporta “rentabilidades que no se comprimen tanto como en otros sitios”. Además, la ciudad atrae a muchas multinacionales a causa de su estabilidad, su calidad de vida y su mano de obra, muy preparada y con facilidad para los idiomas. Estos atributos, así como su fuerte sector financiero e industrial, explican por qué Zúrich es la segunda ciudad más segura para invertir en 2009 según los resultados del estudio relativos al riesgo. Las ubicaciones principales dentro de la ciudad siguen siendo limitadas, por lo que los alquileres siguen bastante estables y las tasas de desocupación en algunos puntos continúan por debajo del 1%. A pesar de eso, las preocupaciones económicas de los inversores se dilatan, pues las previsiones del PIB para 2009 son inferiores al 1%, lo cual demuestra que el crecimiento del 3,1% de 2007 es insostenible.

Según los resultados de *Tendencias*, sigue habiendo oportunidades de promoción y desarrollo en Zúrich, pues la

ciudad queda tras Estambul en este indicador. Sin embargo, las perspectivas de crédito son muy limitadas, lo cual pone en peligro muchos proyectos futuros e impide completar algunos de los proyectos previstos. Según datos de CB Richard Ellis, las promociones finalizadas tendrán un aspecto desolado en los próximos dos años, con significativas cantidades de espacio de oficinas que saldrán al mercado en 2011. Un 67% de los participantes de la encuesta creen que el sector de oficinas debería mantenerse este año, y más de un 50% cree que la estrategia de no vender es lo ideal para los principales segmentos inmobiliarios.

Londres

Las perspectivas de inversión de Londres saltan también desde el puesto número 15 en 2008 al 5 en 2009, y mantienen sólo una caída del 7% en las perspectivas, con una puntuación del 5,5 al 5,1. Un observador aseguraba: “No se espera nada bueno hasta finales de 2009, dependiendo de los resultados de la crisis de 2008, pero es más probable que Londres no sea un mercado viable hasta 2010”. Algunos inversores parecen esperar al año que viene para inversiones de capital: “Londres puede afrontar más problemas en 2009, pero a finales de año será una ciudad interesante”. La capital económica y financiera de Europa se enfrenta a tiempos difíciles, pues las desgracias de los bancos se traducen en una reducción de los puestos de trabajo y un aumento de cifras de desempleo. Citibank, UBS, Credit Suisse, Dresdner Kleinwort y Nomura han recortado plantilla de modo sustancial o han previsto hacerlo en breve.

Según datos de la Oficina Nacional de Estadística, el índice de desempleo ha aumentado hasta el 6% a fecha de diciembre, alcanzando máximos no vistos desde 1997. A

GRÁFICO 3-9
Mercado inmobiliario de Zúrich

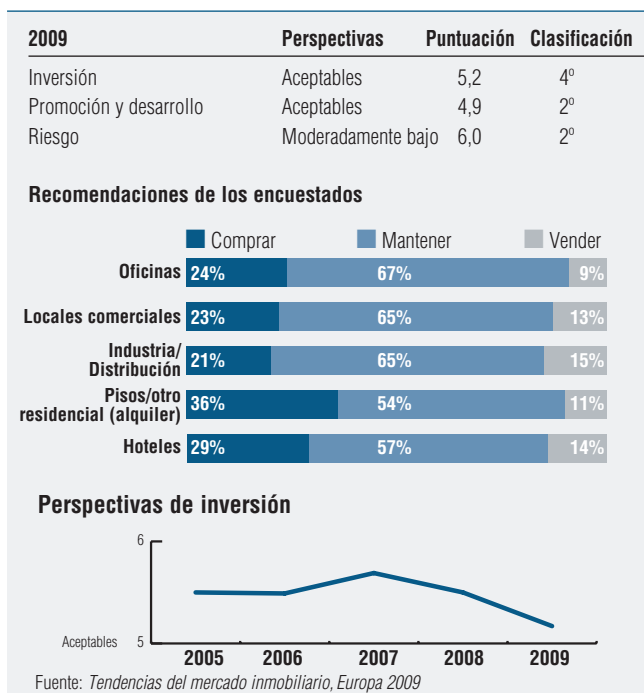
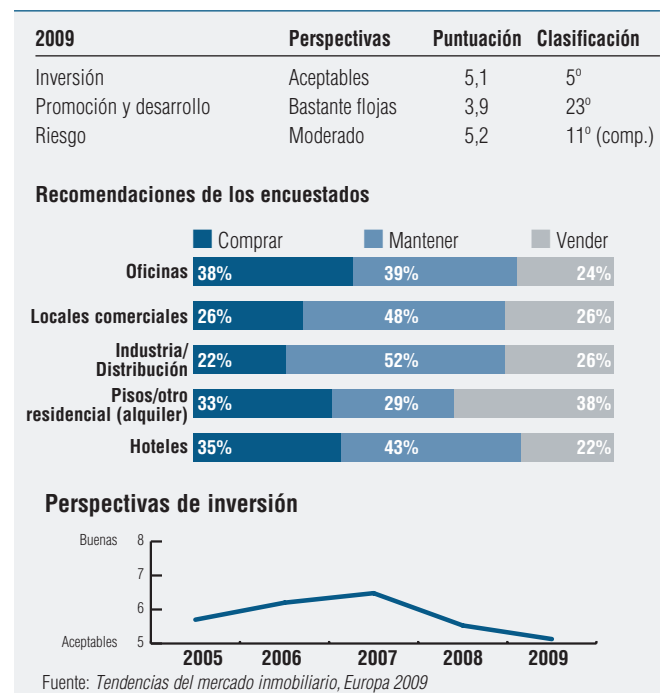


GRÁFICO 3-10
Mercado inmobiliario de Londres



menudo, tras los recortes y las crisis económicas, están los compradores que intentan aprovecharse de la caída de los valores del mercado inmobiliario por la menor demanda y la dificultad de las ventas, pero únicamente con efectivo, pues el acceso a la deuda es limitado. Uno de los inversores lo tenía claro: “Londres se está convirtiendo en una oportunidad cada vez más clara, porque muchos inversores expuestos a la crisis se ven forzados a vender”.

Las perspectivas de promoción son bastante flojas en 2009 y la ciudad se sitúa en el puesto 23 de 27 para este indicador. La mayoría de las recomendaciones se centran en que no se vendan las propiedades, y los compradores muestran más interés por los espacios de oficinas y los hoteles en 2009. “Nos mantendremos en oficinas, locales no muy grandes en la zona metropolitana de Londres, sobre todo, con una buena gestión intensiva”, declaraba un ejecutivo del sector.

Moscú

El inmobiliario moscovita sigue atrayendo la atención de los inversores en 2009, pero la ciudad abandona el primer puesto en 2008 para situarse sexta en 2009. “Rusia sigue bien en términos de crecimiento económico y se mantendrá como número uno de toda Europa en los próximos cinco años”, opinaba un entrevistado. Pero aún con estas cifras, los problemas de la economía global y la disminución del sector energético se ven por todo el territorio. El espacio de oficinas de la región acusa la baja actividad de arrendamiento, y eso presiona los índices de alquiler. De hecho, los participantes de la encuesta parecen no ponerse de acuerdo en cuanto a las oficinas: el 39% creen que hay oportunidades de compra y el 32% cree que es el momento de vender. Ahora bien, un 48% de los participantes de la encuesta creen que las perspectivas de compra son favorables para los locales comerciales y los hoteles. “Todos están desesperados por hacer hoteles en Rusia”, apuntaba un observador, pero otro se mostraba más prudente: “Hay [menos] inversores porque es difícil construir y llevar hoteles”. Un observador del sector de los locales comerciales observaba: “Las posibilidades para locales comerciales en Moscú y las principales ciudades regionales parecen saturadas, pero para los buenos proyectos en excelentes ubicaciones aún hay perspectivas interesantes”.

Los valores de Moscú en cuanto a riesgo de inversión han empeorado en comparación con 2008, y la ciudad mantiene su posición número 27 en este indicador: la ciudad con un mayor riesgo del estudio. Las perspectivas de promoción, en cambio, son aceptables y la ciudad se sitúa en el puesto número 4. En palabras de un observador: “A causa del riesgo, es poco probable que hagamos promoción, a menos que sean circunstancias muy concretas”.

Helsinki

Como capital, Helsinki actúa como centro administrativo, cultural y económico de Finlandia. Con más de 1,4 millones de habitantes y una amplia base empresarial, es una de las áreas metropolitanas con mayor crecimiento

GRÁFICO 3-11
Mercado inmobiliario de Moscú



GRÁFICO 3-12
Mercado inmobiliario de Helsinki



de la Unión Europea. Una sólida infraestructura apoya ese crecimiento y la ciudad tiene una ubicación ideal para servir a los mercados ruso y del Báltico. Los resultados del estudio muestran la importancia de estos factores, pues en la presente edición de 2009 las perspectivas de inversión de la ciudad se colocan en séptimo lugar (compartido con París) y las perspectivas de promoción, en quinto puesto. La economía finlandesa parece más fuerte que la del resto de los países, pues el crecimiento de su PIB se prevé en torno a 1,62% y 2,2% en 2009 y 2010, respectivamente. “En 2009, los mercados con menos volatilidad —París, Helsinki, Oslo, Alemania— quedarán menos afectados por la crisis financiera”, nos confirmaba un inversor. A pesar de eso, los participantes parecen creer que lo correcto para este año es no vender, y las ganas de comprar brillan por su ausencia. Para los que invierten, el riesgo de la ciudad es moderado (Helsinki está en sexto lugar en este indicador): “Helsinki, Hamburgo, Luxemburgo y Zúrich no serán mercados muy activos, pero sí ofrecerán una base de inquilinos diversificada y una rentabilidad que no se comprimirá tanto como en otros lugares”.

París

“Yo estoy bastante escéptico con París” y “Londres y París están recibiendo una buena paliza”, nos decían. Estos comentarios explican la caída de tres posiciones de las perspectivas de inversión de París para 2009. Estos resultados parecen realistas, pues las inversiones en el inmobiliario comercial estándar en Francia han caído en picado, un 57% en un año, según datos de CB Richard Ellis. Igual que en otros países, la culpa recae en la falta de financiación y el deterioro de la economía. Una persona nos decía que había cambiado su estrategia: “Estamos reduciendo nuestra presencia en París y en toda Francia” y el capital de los inversores parece estar yendo en la misma dirección, con sólo 4.100 millones de euros invertidos en el primer trimestre, 3.100 en el segundo trimestre, y 2.200 millones dedicados al mercado inmobiliario comercial en el tercer trimestre. A pesar de este retroceso, algunos siguen manteniendo el optimismo: “Las mejores perspectivas para 2009 están en París, pues no hay exceso de exposición en ningún sector concreto”.

Las recomendaciones de compraventa reflejan que una mayoría prefiere no vender mientras dure esta espiral de precios. Sin embargo, también se detecta interés por la compra, sobre todo en hoteles, pisos y oficinas. “Londres y París son los principales mercados de interés para las oficinas en Europa”, afirmaba rotundamente un inversor. El sector de las oficinas notará la considerable reducción del corpus empresarial, el recorte de costes y la reagrupación de sedes en 2009. “Las grandes instituciones tendrán que mandar a sus especialistas a visitar a las empresas inquilinas, para tenerlas contentas”, apuntaba uno de los entrevistados sobre París. Los inversores creen que París

GRÁFICO 3-13

Mercado inmobiliario de París



es la cuarta ciudad más segura para invertir este año, pero las oportunidades de promoción son bastante flojas, pues la ciudad pasa por un fuerte declive: pasa al puesto 22 en 2009. Los participantes atribuyen esta caída a la lucha por la financiación y a la incertidumbre del mercado.

Berlín

Con Berlín, Alemania nos proporciona su tercera ciudad en el *top ten* de la inversión. La capital mantiene su novena posición, estrenada en 2008, junto con Frankfurt. El interés inversor por las oportunidades que ofrece esta ciudad ha crecido de año en año. El cambio en la estructura económica ha compensado, pues el declive del sector industrial y de la construcción no han sido tan graves por el crecimiento y el buen hacer del sector servicios. Las pymes tienen un papel básico en esta ciudad, pues el 50% de la mano de obra trabaja en empresas del sector privado. Además, Berlín sabe de la importancia de las infraestructuras, pues cuenta con uno de los sistemas de transporte y tráfico más modernos y eficientes de Europa.

Pero incluso con todos estos aspectos positivos, el camino está complicado para 2009, pues las previsiones de la ciudad señalan su punto débil en las exportaciones y en el sector financiero, lo cual desacelerará el crecimiento económico. La mayoría de los encuestados, en materia de inversión, parecen estar de acuerdo en que no hay que vender en Berlín en 2009. En comparación con el informe de 2008, la menor disminución de compra la encontramos en los sectores de oficinas y locales comerciales.

GRÁFICO 3-14

Mercado inmobiliario de Berlín



“Vemos oportunidades de inversión en 2009, pues los precios están bajando en Berlín”, nos decía un inversor optimista. Las tendencias del estudio reflejan que esta recomendación de no vender puede ser acertada, pues el riesgo de la ciudad y sus perspectivas de promoción siguen mejorando, y Berlín ocupa los lugares 10 y 15, respectivamente, en estos indicadores.

Frankfurt

Cerrando la lista de las diez primeras encontramos a otra ciudad alemana: Frankfurt, con un ligero retroceso desde el séptimo lugar ocupado el año pasado. El riesgo de inversión de la ciudad ha empeorado en 2009, pues los inversores temen que la oleada de problemas económicos afecte a su gran centro financiero. Uno de los participantes afirmaba lo siguiente: “Los mercados de Frankfurt ya están experimentando problemas y quedarán afectados”. Sin embargo, la ciudad espera poder capear la crisis de modo razonable, pues la sobreoferta no es un problema”. En cualquier caso, los participantes del estudio creen que la ciudad notará sus efectos, pues las perspectivas de promoción y de inversión caen. Además, las recomendaciones de compra para oficinas, locales

GRÁFICO 3-15

Mercado inmobiliario de Frankfurt



comerciales, industrial/distribución, pisos y hoteles bajan de modo significativo con respecto al año anterior. Cabe decir asimismo que Frankfurt ofrece algo más que un fuerte sector de servicios financieros: cuenta con un buen entramado de multinacionales, compañías de todos los tamaños, una densa red de distribución y transporte, un centro de telecomunicaciones y uno de los aeropuertos internacionales más grandes de Europa. La diversificada estructura económica de la ciudad, pues, debería ayudarla a superar la crisis financiera que se prevé para el año próximo. Además, uno de los entrevistados afirmaba: “A pesar del desproporcionado peso de los servicios financieros, Alemania tiene un exceso de bancos y los procesos de consolidación beneficiarán a Frankfurt”.

Los siguientes diez mercados

Ámsterdam

En el puesto 22 de la clasificación de perspectivas de inversión en 2008, Ámsterdam avanza 11 posiciones, y se convierte en la segunda ciudad que más ha avanzado del *Tendencias* de este año. El crecimiento inmobiliario de la ciudad ha sido tranquilo, con un razonable equilibrio oferta/demanda. Mientras que las perspectivas de promoción y

GRÁFICO 3-16

Mercado inmobiliario de Ámsterdam

desarrollo han disminuido de 4,9 a 4,3, la posición de la ciudad ha mejorado del 26 al 13 (comp.), y ahora la ciudad se percibe como una de las que presentan menos riesgo de Europa, pues se sitúa en séptimo lugar de esta clasificación. Los resultados de la encuesta sugieren que este año se recomienda no vender en todos los sectores inmobiliarios.

Pero el sector de oficinas sufrirá, debido a la desproporcionada dependencia de los sectores financieros y de servicios; y el hecho de que más de la mitad de la mano de obra esté empleada en tareas de oficina también tiene su peso. Un observador aseguraba: "Ámsterdam es una mala ubicación para inversión en oficinas".

Estocolmo

Las perspectivas de inversión de Estocolmo caen tres posiciones, desde la 8 del año pasado a la 11 de 2009. Sin embargo, los encuestados siguen creyendo que hay oportunidades en esta ciudad y valoran el mercado en consecuencia. Un inversor apuntaba: "Durante 2009, anticipamos un aumento leve de la desocupación, disminuirán los alquileres y el valor de las propiedades, subirán los *yields*. Sin embargo, esperamos que el mercado sentará cabeza en cuanto a transacciones, pero es muy poco probable que volvamos a ver los niveles de 2007". Los pisos y los locales comerciales seguirán captando un fuerte interés en 2009, mientras que oficinas, industrial/distribución y hoteles se ven como sectores en que mejor no vender. "Sigue el fuerte crecimiento

GRÁFICO 3-17

Mercado inmobiliario de Estocolmo

en la zona de Estocolmo en 2009-2010", declaraba un observador. "Estocolmo se caracteriza por una continua demanda de espacios de oficina y locales comerciales de primer nivel", nos informa otro. El Gobierno sueco sigue esperando que sea así; pero la degradación de todos los componentes del crecimiento sueco va en otra dirección.

Varsovia

Igual que en la mayoría de ciudades, las perspectivas de inversión, desarrollo y riesgo han bajado desde los niveles de 2008 para Varsovia, pero su posición relativa ha subido con respecto al año pasado, pues la economía polaca sigue en expansión, a pesar de la tormenta financiera generalizada. Varsovia pasa del 16 al 13 para perspectivas de inversión. En palabras de un observador: "Los proyectos previstos en Varsovia están a tope y los alquileres están realmente elevados". El crecimiento económico en 2008 se ha desacelerado ligeramente en comparación con 2007; sin embargo, el país sigue desarrollándose bastante más rápido que otros países de la Unión Europea. En 2008, el PIB de Polonia creció un 6,1% en el primer trimestre, un 5,8% en el segundo trimestre y un 4,8% en el tercer trimestre, según el Ministerio de Economía. El crecimiento a ese nivel, especialmente durante la actual crisis financiera, puede ser una señal para muchos inversores y promotores inmobiliarios.

Algunos decían que "se invertirá más en locales comerciales y en mercados de la Europa Central y del Este ya bien asentados, como Polonia", y que "Varsovia es

GRÁFICO 3-18

Mercado inmobiliario de Varsovia



un lugar estupendo para invertir en estos momentos, con un fuerte crecimiento del PIB en previsión”. Uno podría pensar que no hay manera de que una ciudad se escape de lo que está sucediendo en el resto del mundo; pero el comercio exterior va al alza, la demanda privada aumenta, suben los sueldos en todos los sectores, se están haciendo unas ventas industriales importantes y el interés de los inversores extranjeros va a más. “El mercado de Varsovia se ha desarrollado mejor de lo esperado”, “Varsovia lo va a hacer bien” y “en general, a la región le irá bastante bien”; son sólo algunas de las citas extraídas de las entrevistas en apoya de esta zona.

Edimburgo

La ciudad escocesa de Edimburgo está empezando a acercarse a la parte alta de la lista de los inversores inmobiliarios en 2009 (recordemos que dejó la lista del top ten en 2006). En la lista de perspectivas de inversión ha mejorado diez posiciones hasta el puesto 14, con las perspectivas de promoción ganando cinco puntos hasta la posición 16 (compartido) y con un riesgo relativo mucho más adecuado (pasa a la posición 13 de la 27). Este movimiento positivo también se puede ver en las recomendaciones de compraventa, pues el único sector que no ha mejorado en los porcentajes de compra es el de industrial/distribución en comparación con 2008. Ahora bien, los profesionales inmobiliarios están empezando a acusar la crisis de crédito actual: la actividad empieza a estar limitada

GRÁFICO 3-19

Mercado inmobiliario de Edimburgo

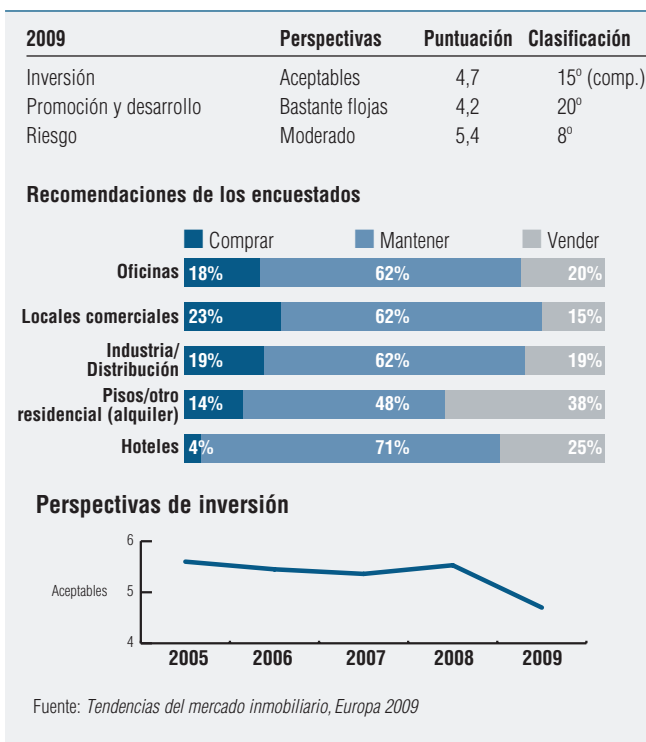


y las perspectivas de crecimiento se nublan. Las cifras de desempleo de la ciudad van a peor y el consumo privado, a la baja. El desarrollo empresarial de Edimburgo está muy limitado, pero en su favor hay que decir que la tasa de concursos de acreedores es mínima. Además, si bien el crecimiento de la economía está por debajo de las medias a largo plazo, continúa siendo marginalmente positivo para los años venideros.

Bruselas

El mercado inmobiliario de Bruselas está empezando a pisar el freno, pues pasa al puesto número 15 en perspectivas de inversión (compartido con Praga), una caída de una posición desde el informe de 2008. Los cambios económicos parecen finalmente llegar a la capital belga, pues el PIB cayó de manera sustancial al 1,3% en el tercer trimestre de 2008. Además, las tasas de inflación y de desempleo siguen siendo preocupantes en la zona. “Se prevé que el aumento del desempleo y la falta de confianza del consumidor afecten a los valores inmobiliarios” y “los datos oficiales prevén un crecimiento positivo, pero se están revisando a la baja”. Éstas son algunas de las preocupaciones de los entrevistados. Precisamente estas inquietudes han hecho que los inversores inmobiliarios se lo tomen con calma a la hora de cerrar operaciones. Por ejemplo, según datos de CB Richard Ellis, el volumen de inversión de espacios de oficinas en el tercer trimestre respondió de 276 millones,

GRÁFICO 3-20

Mercado inmobiliario de Bruselas

en comparación con los 925 millones del mismo trimestre del año pasado. Hay quórum entre los participantes del *Tendencias* para las recomendaciones de compra de oficinas: han caído desde el 32% en 2008 hasta el 18% en 2009. La mayoría de los participantes cree que los principales tipos de inmobiliario de Bruselas deberían mantenerse y las perspectivas de promoción son limitadas, pues la ciudad se coloca en el puesto número 20 este año para este indicador.

En positivo, la ciudad obtiene buena nota para el riesgo, que pasa a "moderado", en octava posición de la general. Un inversor así nos lo decía: "Los actores internacionales siguen activos en Bruselas, la siguen considerando un lugar seguro para la inversión inmobiliaria". Otro consideraba que "puede decrecer la actividad inversora en los mercados belgas en el futuro, pero seguirá siendo más estable que los mercados de la UE". Según otro, "Bruselas es una ciudad de funcionarios, eso le da una cierta estabilidad".

Praga

La actividad de inversión inmobiliaria de Praga experimentó un declive importante en 2008 y parece que en 2009 se mantendrá tranquila. Los participantes de la encuesta colocan a la ciudad en el puesto número 15 (compartido con Bruselas), cuatro puestos menos que en 2008, recuperando su posición de 2007. Los compradores buscan gangas, pero los mercados de alquiler se han mantenido fuertes, de modo que los propietarios se muestran más interesados por salir de la tormenta que por vender, en estos momentos. Según datos de CPB Group Research, las previsiones de volumen de mercado en 2008 no superarán los 1.400 millones de euros, una disminución del 45% en comparación con 2007 y bien por debajo de la cifra de 2006 (1.800 millones de euros). Los participantes de la encuesta opinan igual, pues recomiendan no vender en todos los tipos de inmobiliario para el año que viene. Una diferencia considerable con respecto a los resultados de 2008, pues la mayoría consideraba que había que comprar en muchos sectores. La ciudad sigue teniendo un equilibrio razonable entre oferta/demanda y sus perspectivas de promoción son limitadas: se sitúan en novena posición (compartida) en términos globales, un ligero retroceso desde la séptima posición del año pasado. El riesgo sigue preocupando, pues la ciudad se sitúa en el 18, del 15 en 2008. "Praga me preocupa", nos confesaba un inversor. Aunque otro aseguraba: "Praga se está poniendo interesante, con un *yield* inicial del 6%".

GRÁFICO 3-21

Mercado inmobiliario de Praga

Viena

Las perspectivas de inversión para Viena han retrocedido para 2009, pero la situación de la ciudad se ha mantenido relativamente estable, con una caída de sólo una posición al puesto 17. Los precios del inmobiliario han bajado en torno al 10% en 2008 y se espera que sigan cayendo este año. Los inversores han dejado de interesarse por las oficinas y los locales comerciales, porque el flujo de capital se ha reducido un 35% hasta 1.600 millones en volumen. Las recomendaciones de compra del *Tendencias* han experimentado bajadas importantes en comparación con el año anterior. Las perspectivas de promoción también van a la baja, y ha sido así desde 2007. Y el escándalo inmobiliario que involucra a una empresa que ha gastado ingentes cantidades de dinero en inversiones especulativas inútiles no ayuda nada al mercado inmobiliario de Viena. Pero curiosamente, una persona se mostraba contraria a esta afirmación: "Debido a los escándalos... habrá como una fiebre del oro en el mercado de inversión a finales de 2009" y otro aseguraba que "la entrada de capital será el tema principal en Austria tras los escándalos del mercado inmobiliario". A pesar de estos acontecimientos, los participantes consideran que el riesgo en Viena es limitado, y la colocan en novena posición en 2009 para esta medida.

Milán

Italia seguirá teniendo problemas económicos, financieros e incluso demográficos en 2009. El país es uno de los que obtiene peores resultados de Europa, con previsiones de crecimiento cero o de crecimiento negativo. Sin embargo, la región de la Lombardía, que incluye Milán, es una de las más ricas de Europa, según la paridad de poder adquisitivo. Además, los sectores de construcción, servicios y comercio de la ciudad han crecido este año. A pesar de los múltiples frentes que tiene abiertos el país, las inversiones inmobiliarias en Milán siguen pareciendo seguras: "Mercados como Milán y Roma son más estables que otras ciudades" y "parece que siempre hay demanda de oficinas de primera calidad en una ciudad como Milán". Son dos opiniones que respaldan nuestra afirmación. A pesar de esto, los resultados de la encuesta demuestran que Milán baja en los *rankings* de inversión y de riesgo. Ahora bien, la promoción sube algunas posiciones, desde el puesto 11 que tenía en 2008. Este año se recomienda no vender en todos los sectores, y los pisos son los que despiertan un mayor interés. Las recomendaciones de compra para el sector hotelero han caído desde el 51% de 2008 al 25% en esta edición. Ahora bien, puede crecer el interés en breve, si Milán se hace con la Expo Universal 2015, que dura seis meses, afecta a 152 países y atrae a una cifra aproximada de 30 millones de visitantes.

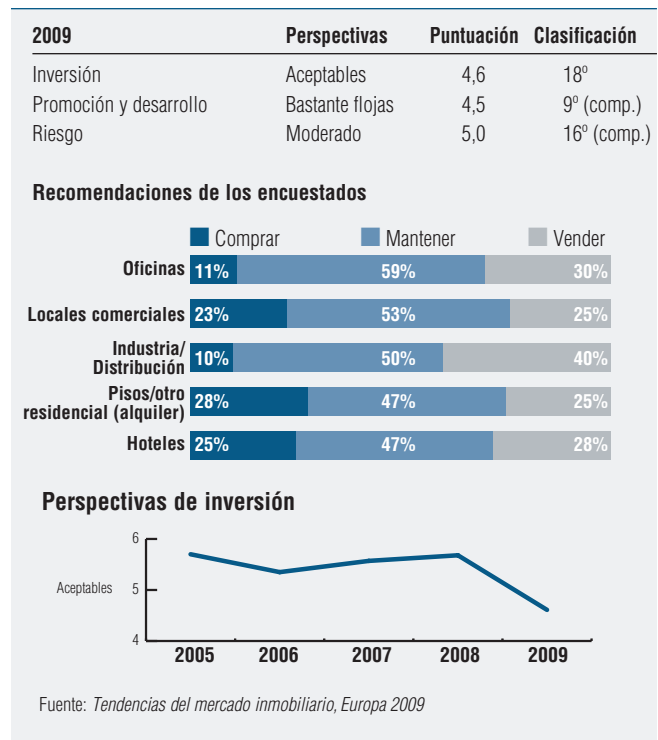
GRÁFICO 3-22

Mercado inmobiliario de Viena



GRÁFICO 3-23

Mercado inmobiliario de Milán



Lisboa

Lisboa mejora su posición ligeramente, se sitúa en la posición 19 en inversión, una mejora desde el 23 de 2008. Sin embargo, con una tasa de desempleo cercana al 8%, un continuo retroceso en el incremento del PIB y la caída del consumo privado, el capital entrará muy lentamente en este mercado. “Lisboa es un mercado muy cíclico, con mayor potencial de riesgo”, aseguraba un inversor. Las perspectivas son mejores a medio-largo plazo: “Lisboa va a experimentar ajustes en los alquileres el año que viene, pero en 2010-2012 estos mercados volverán a ser atractivos desde el punto de vista inversor”. Los participantes de la encuesta creen que los inversores deberían aguantar en todos los tipos de inmobiliario el año próximo, la compra despierta poco interés. “Yo creo que las perspectivas comerciales para 2009 se van a centrar en las oficinas, los locales comerciales y las plantas industriales”, aseguraba una participante. Aún así, Lisboa parece ofrecer una cantidad limitada de espacios de oficinas de alta calidad, aunque las dificultades para hacerse con financiación retendrán los planes de expansión en el futuro inmediato. “En Lisboa hay déficit de espacios de oficinas, por lo tanto el precio por metro cuadrado es bastante elevado”, afirmaba un profesional del sector.

GRÁFICO 3-24
Mercado inmobiliario de Lisboa



Roma

Roma es otra ciudad europea que ha experimentado un declive claro en las perspectivas de inversión, lo que la ha llevado a caer hasta la posición 20 desde la 13 de 2008. El riesgo de inversión para la ciudad se mantiene estable en el puesto 22. Uno de los entrevistados aseguraba: “Somos críticos con Roma por ahora” pero otro consideraba que “Roma se ha mantenido más o menos estable” y que “Italia parece tener su propia manera de hacer las cosas, y siempre sabe salir adelante en tiempos de vacas flacas”. Es difícil encontrar recomendaciones de compra en ciudades que están en la parte baja del *ranking*; sin embargo, un 36% de los encuestados cree que los pisos son una buena compra en Roma. Quizá este sector haya sido el motor de la alta puntuación que ha recibido la capital italiana para la promoción en 2009: sube del 18 al 11. Y con independencia de los *rankings*, hay que decir que Roma siempre ha sido una ciudad con propiedades estrella. Así nos lo decía uno de los inversores sondeados: “Milán, Roma, Venecia y Florencia son sitios en los que siempre hay interesantes activos trofeo”.

GRÁFICO 3-25
Mercado inmobiliario de Roma



Otras ciudades

Parece que hay oportunidades en **Atenas**, pero los inversores “no encuentran deuda para las grandes transacciones”. Las perspectivas de inversión de la ciudad han saltado cuatro posiciones hasta el puesto 21, con perspectivas de promoción incluso mejores,

GRÁFICO 3-26

Mercado inmobiliario de Atenas



pues la ciudad se sitúa en el 12 en términos globales. Se recomienda no vender en todas las propiedades, y un inversor creía que “hay una considerable falta de oferta en logística de buena calidad y es necesaria”. Se espera que Grecia mejore su PIB en comparación con la mayor parte de Europa, pero el desempleo sigue a niveles altos.

Las respuestas sobre inversión y promoción y desarrollo mantienen a **Copenhague** en una posición bastante estable del *ranking*, pues sólo cae una posición en ambos casos, si bien está bastante abajo. Los inversores siguen preocupados por el riesgo de Copenhague, pues la ciudad pasa del 11 de 2008 al 16 en 2009 (compartido), y hay que tener en cuenta que en 2007 estaba en séptimo lugar. Un factor clave puede haber sido el continuo declive de su economía, pues los valores del PIB han caído en espiral desde 2006. “Los nórdicos ya no son tan interesantes como antes”, observaba un ejecutivo del mercado inmobiliario.

Budapest logra algunos avances relativos a ojos de los inversores, pues las perspectivas de inversión y de riesgo mejoran. En general se recomienda no vender en todos los sectores inmobiliarios, pero se ven algunas recomendaciones de compra en el sector industrial y hotelero. A pesar de ello, siempre hay voces contrarias: “Budapest está estable pero a un nivel bajo, y sufre del mal funcionamiento de la economía del país”; “estoy preocupado sobre todo por Budapest”. La tasa de desempleo en Hungría está en alza, y eso se combina con un crecimiento económico mínimo en comparación con otras ciudades de la Europa Central.

GRÁFICO 3-27

Mercado inmobiliario de Copenhague



GRÁFICO 3-28

Mercado inmobiliario de Budapest



GRÁFICO 3-29

Mercado inmobiliario de Lyon

Lyon es la que más ha retrocedido en la lista, pues ha caído 18, 19 y 12 puntos en inversión, promoción y riesgo, respectivamente. Según datos de Colliers International, la promoción de oficinas es mínima, pero de buena calidad, porque la oferta supera con creces la demanda. El mercado industrial parece tener muchos obstáculos que superar y se enfrentará a problemas similares en 2009, pero algunos observadores se muestran optimistas: “Los mercados con menos volatilidad son más pequeños, como Nuremberg o Lyon”; “Los mejores serán las ciudades secundarias de calidad, como Lyon, Hamburgo o Glasgow, que no dependen de un único sector”.

España lo tendrá complicado en 2009, pues su economía se enfrenta a grandes dificultades y su tasa de paro el año pasado pasó del 9% en enero a casi el 13% a finales de año. Los inversores del mercado inmobiliario ven claros los problemas. “España será la que se lleve la peor parte”. “España es uno de los mercados con más problemas y también el más endeudado”. “El desplome de los precios de las viviendas y de la construcción, con la desaceleración del turismo, harán mella en Barcelona y en el resto de España”. Además, los mercados

GRÁFICO 3-30

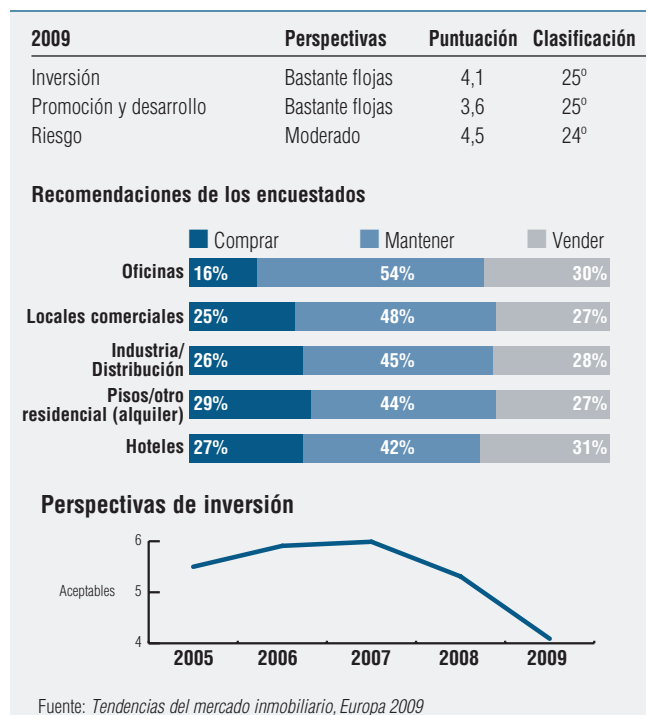
Mercado inmobiliario de Barcelona

GRÁFICO 3-31

Mercado inmobiliario de Madrid

GRÁFICO 3-32

Mercado inmobiliario de Dublín



inmobiliarios de **Barcelona** y **Madrid** siguen paralelos, igual que siempre. Desafortunadamente, ambas ciudades han experimentado fuertes caídas en los índices de inversión y de promoción y desarrollo. Además, el riesgo de ambas se ha incrementado: Barcelona ha caído al puesto 24 y Madrid al 25, con lo cual se sitúan entre las ciudades con mayor riesgo de Europa. “El peor sitio para mí sería España, sobre todo Madrid y Barcelona, donde los inversores optarán por esperar antes de malvender”, apuntaba un inversor.

Irlanda sigue siendo un reto claro para la inversión en 2009, pues **Dublín** se hace con el último lugar en inversión y en promoción y desarrollo. En cuanto a riesgo, la ciudad sólo tiene detrás a Moscú. Un inversor nos decía que “Irlanda está en una situación complicadísima: la burbuja acaba de estallar”.



Panorama de la inversión inmobiliaria

La mayoría de los encuestados optan por “no vender” en casi todos los segmentos inmobiliarios

“La incertidumbre y lo imprevisible pesan en nuestro día a día”, esta frase resume bastante bien el sentimiento inversor actual. “El mercado está en casi un parón completo, no pasa nada”, nos decía un entrevistado; otro hablaba de “mercado virtual”. La falta de deuda para financiación suele salir a colación cuando se buscan razones para la reducción de la actividad inversora. “A la máquina le falta aceite”. “El coste de financiación va en aumento, los mercados cambiarán y pasarán a ser de los que compran”. De ahí que los inversores con dinero en el bote tiendan a optar por el “esperar a ver qué pasa”, porque en última instancia, “los problemas de liquidez redundarán en ventas forzadas”. Las tristes perspectivas se reflejan en los *ratings* de inversión por tipo de inmobiliario. Lo que en 2008 ofrecía unas perspectivas “moderadamente buenas” en 2009 se presentará como meramente “aceptable”. Las notas han bajado en más de un punto para todas las categorías menos una, la de pisos de alquiler, una notable excepción. Para los que están a la cola —fabricación, pisos en venta y oficinas de extrarradio—, las perspectivas se presentan como “bastante flojas”.

Las listas para los principales tipos de propiedad sólo presentan cambios marginales (véase el gráfico 4-1). Los locales comerciales mantienen la posición de líder. Los hoteles y el uso mixto se han intercambiado el puesto, y ahora ocupan el segundo y tercer lugar. Los apartamentos de alquiler han pasado a cuarta posición, ligeramente por delante de las oficinas. Las perspectivas para industrial/distribución se han deteriorado. La diferencia entre estos sectores principales, sin embargo, es escasa: va desde el 4,8 para los locales comerciales hasta el 4,5 para industrial/distribución; todos ellos caen a la parte más baja de la gama “aceptable”. El residencial para venta es el que recibe la peor puntuación, con un *rating* de inversión del 3,8, “bastante flojo”

GRÁFICO 4-1
Perspectivas para los principales tipos de propiedad inmobiliaria en 2009



GRÁFICO 4-2

Perspectivas para los subsectores del mercado inmobiliario en 2009



Continúa la “huida hacia la calidad”: los inversores cada vez parecen más conscientes de la situación y presentan más “aversión al riesgo”. “Se va a producir una enorme polarización y reenfoco por parte de los inversores institucionales por la liquidez y la calidad en los grandes mercados”, predecía uno de los entrevistados, lo cual redundará en una “menor demanda de segmentos inmobiliarios nicho, pues los inversores vuelven a lo de siempre e intentan reducir el riesgo”. Con argumentos similares, otro experto espera “un retroceso en los nichos y la vuelta hacia los sectores principales: oficinas, locales comerciales, residencial”.

Estas opiniones quedan confirmadas por el análisis de las perspectivas de inversión por subcategorías. La divergencia entre los tipos de inmobiliario de modo diferenciado se ha ampliado ligeramente a 1,58 puntos. El inmobiliario más bien situado se ve como el que ofrece el mejor valor (véase el gráfico 4-2). Las oficinas en ciudad retienen el primer puesto para perspectivas de inversión, si bien la categoría se ve con más precaución, pues ha bajado desde el año pasado: de 6,2 (moderadamente bueno) a 5,1 (aceptable).

GRÁFICO 4-3

Perspectivas de rentabilidades “prime”

	Rendimiento Nov. 2008 (%)	Rendimiento esperado Dec. 2009 (%)	Cambio de rentabilidad esperado (puntos básicos)
Industrial/Distribución	6,77	7,18	+42
Almacenes/Distribución	6,88	7,30	+42
Fábricas	6,94	7,37	+43
Hoteles	6,36	6,79	+43
Pisos/otro residencial (alquiler)	5,15	5,67	+52
Uso mixto	6,02	6,55	+54
Oficinas	5,97	6,53	+56
Oficinas centro urbano	5,63	6,08	+45
Oficinas de extrarradio/periferia	6,47	7,09	+62
Locales comerciales	5,83	6,40	+57
Zonas comerciales en la ciudad	5,68	6,15	+47
Centros comerciales	5,62	6,06	+43
Parques comerciales	6,19	6,69	+50

Fuente: *Tendencias del mercado inmobiliario, Europa 2009*

Las oficinas del extrarradio han tenido que aguantar otro golpe, han acabado últimas con una puntuación de 3,5 (bastante flojas), por poco no acabadas clasificadas como inversión “floja”.

La fuerte corriente hacia las ubicaciones urbanas se puede observar en la categoría de locales comerciales. Las zonas comerciales en la ciudad suben hasta el segundo lugar, desde la séptima posición del año pasado. Las perspectivas no son más que “aceptables” (4,8), justo por encima de los centros comerciales, que también logran una nota de casi un 4,8. Con una puntuación cercana al 4,6, los parques comerciales —un activo típico del extrarradio— es otro de los perdedores este año, en décimo lugar. El segmento quedó por detrás de los pisos de alquiler y de almacenes/distribución (4,6). En la parte baja de la tabla no ha habido cambios, y fábricas, residencial en venta y oficinas del extrarradio ofrecen unas perspectivas de inversión “bastante flojas”.

La preocupación por la economía se ve en las declaraciones de los entrevistados: “Lo que empezó como una crisis del mercado inmobiliario se puede volver, con la recesión, en una crisis del mercado de alquiler”. Aunque no se espera un “desplome abrupto de la demanda de alquiler, con el tiempo lo iremos viendo”. Por ello, se puede detectar que se quiere “volver a la gestión de activos de siempre”. Esto lo reiteraba otro participante: “Necesitamos centrarnos en el inmobiliario de siempre” y “controlar la calidad de los inquilinos”. La liquidez es un criterio de inversión clave. “Los ingresos son los reyes” y “los ingresos de larga duración, los de primera calidad son los más buscados”.

En general, los participantes de la encuesta lo tienen difícil para hacer comentarios sobre evolución de los *yields*. Uno de los temas principales es la falta de actividad inversora, evidenciada por comentarios como el que sigue: “El nivel de transacciones es muy bajo. Hay poco *stock* en el mercado”, “el mercado es mínimo, pocas transacciones”. Debido a la falta de transacciones,

las tasas de capitalización ya no son más que “datos teóricos”. Justo como los niveles de rentabilidad: “nadie sabe nada, pero no están donde solían estar”.

Dada la incertidumbre por los actuales niveles de precios, se hace casi imposible hacer previsiones. “La rentabilidad volverá a situarse entre el 8 y el 10% en vez del 6 y el 8% actual”. Si analizamos los comentarios de las entrevistas llegamos a la conclusión de que la diferenciación de rentabilidades se centra más ahora en el hecho de las ubicaciones de primera línea y las otras, y no depende tanto del tipo de inmobiliario. “El inmobiliario de primera línea resistirá mejor, el de segunda recibirá un palo sustancial”, aseguraba un participante, y otro afirmaba: “todo lo que se desvíe de la primera calidad requerirá una prima adicional”. “Para algunos activos, [las tasas de capitalización] pasarán a dos dígitos”.

Según datos del estudio, los inversores esperan un incremento medio de la rentabilidad de 50 puntos básicos para los diferentes tipos inmobiliarios (véase el gráfico 4-3). Los pisos alquilados se prevé que sean el tipo de inmobiliario más caro, y los encuestados esperan unas tasas de capitalización del 5,67%, seguidas por los centros comerciales, con un 6,06%, y las oficinas, con un 6,08%. Las oficinas del extrarradio se espera que experimenten el mayor declive, con con mejora de *yields* de 62 pb. Las tasas de capitalización esperada del 7,37% y del 7,30% hacen de fábricas y almacenes/distribución las inversiones más baratas para 2009.

Las perspectivas de promoción inmobiliaria son bastante pesimistas (véase el gráfico 4-2). Los hoteles están en lo más alto de la clasificación, con un 4,6, seguidos por el uso mixto y las oficinas de centro ciudad (4,5), y las perspectivas de promoción se sitúan en “aceptables” en el mejor de los casos. Todas las demás categorías se ven como “bastante flojas” y para las oficinas del extrarradio, las perspectivas de promoción son “flojas”.

GRÁFICO 4-4
Actividad de inversión inmobiliaria europea según el tipo de inmueble

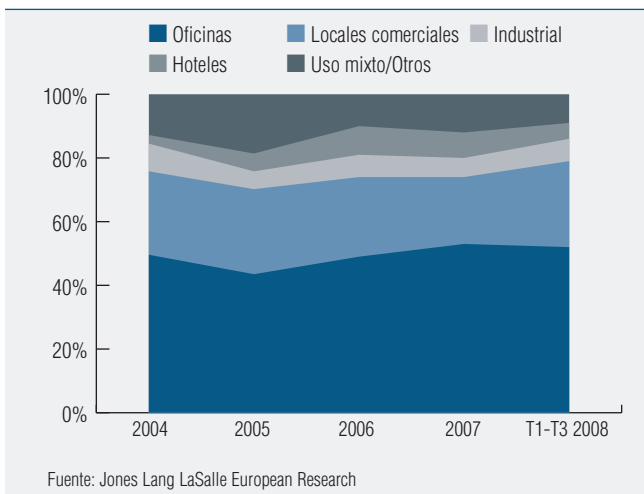


GRÁFICO 4-5
Recomendaciones de compraventa



Si miramos las recomendaciones de inversión, la mayoría de los entrevistados optan por no vender en casi todos los segmentos inmobiliarios (véase el gráfico 4-5). Esto se corresponde con la visión de que el inmobiliario sigue constituyendo un tipo de activo con unas perspectivas de inversión “aceptables”.

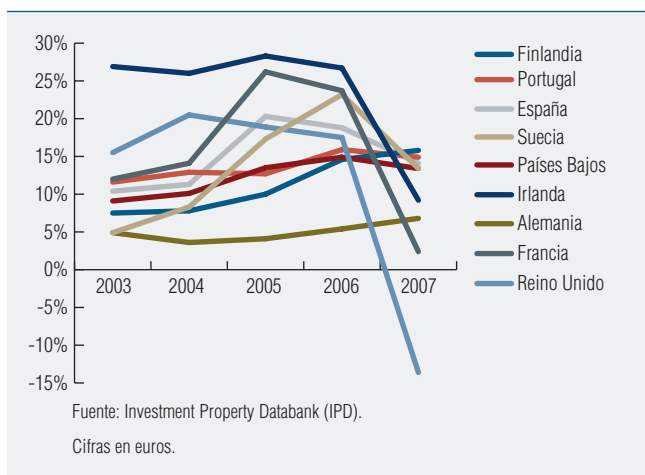
Las oficinas en el centro de la ciudad y los pisos de alquiler reciben la mayoría de las recomendaciones de compra. Las oficinas del extrarradio encabezan la lista de las opciones de venta, seguidas por las fábricas, las viviendas para venta y los parques comerciales.

Locales comerciales

Una vez más, los locales comerciales se han hecho con el primer puesto entre los diferentes tipos de inmobiliario. “Queremos más exposición a los locales comerciales. Es cuestión de encontrar las operaciones adecuadas y los socios correctos”. El rendimiento de estas inversiones dependerá del desarrollo económico general. “Los mercados de locales comerciales seguirán fuertes, siempre que el entorno económico general siga positivo”. Aunque se considera un poco más estable que otros sectores, “en una situación de crisis económica, los locales comerciales sufren”. “Los locales comerciales sufren por el menor consumo privado”. “En el Reino Unido, la promoción de locales comerciales está mejorando considerablemente. No hay alteraciones de liquidez, todavía, ni impagos de

GRÁFICO 4-6

Beneficios totales del sector comercial en los países seleccionados según IPD



alquileres. Pero esperamos presión en los alquileres en 2009". "El jaleo el año próximo lo tendremos cuando los alquileres se dejen de pagar".

Son varios los especialistas que se hacen eco de la preocupación de que los inquilinos dejen de pagar el alquiler. "Los minoristas están empezando a tener problemas para pagar los recibos del alquiler", apunta uno y otro añade: "En algunos casos, se ha pasado de recibos trimestrales a recibos mensuales, pues los minoristas están entrando en aguas pantanosas". Algunos minoristas probablemente notarán la recesión y corren el riesgo de "irse a pique", lo que a su vez creará un "aumento de la desocupación". Por tanto, "el mix de inquilinos es básico, el control cada vez es más importante".

"[Si] el inquilino sufre por el descenso de las ventas, el valor de la propiedad caerá rápidamente, pues el dueño tendrá que bajar el alquiler para atraer, retener y permitir la supervivencia de sus inquilinos". En un entorno recesionario, se requiere un mayor esfuerzo de gestión, "de modo que los costes aumentan y los ingresos caen, [por lo que los locales comerciales] no serán una prioridad en los próximos años". Otras voces son menos pesimistas: "El mercado se mueve por las grandes marcas y las cadenas comerciales; [nosotros] esperamos una pequeña disminución en los alquileres, pero nada catastrófico". "Algunas renegociaciones de alquileres con muchos inquilinos [serán necesarias], pero los alquileres en general aguantarán". "Para 2009, el mercado no estará en estado de shock, cristalizarán las estructuras de calidad y algunos no sobrevivirán".

En general, las recomendaciones de inversión para los locales comerciales han bajado. Mientras que el año pasado un 37,6% de los encuestados opinaban que había que comprar en el sector, en 2009 la cifra ha caído más de 10 puntos porcentuales hasta el 26,9%, si bien sigue superando a las recomendaciones de venta (20,3%). En general, esto sugiere que los potenciales inversores podrían tenerlo más fácil para adquirir inmobiliario comercial.

GRÁFICO 4-7

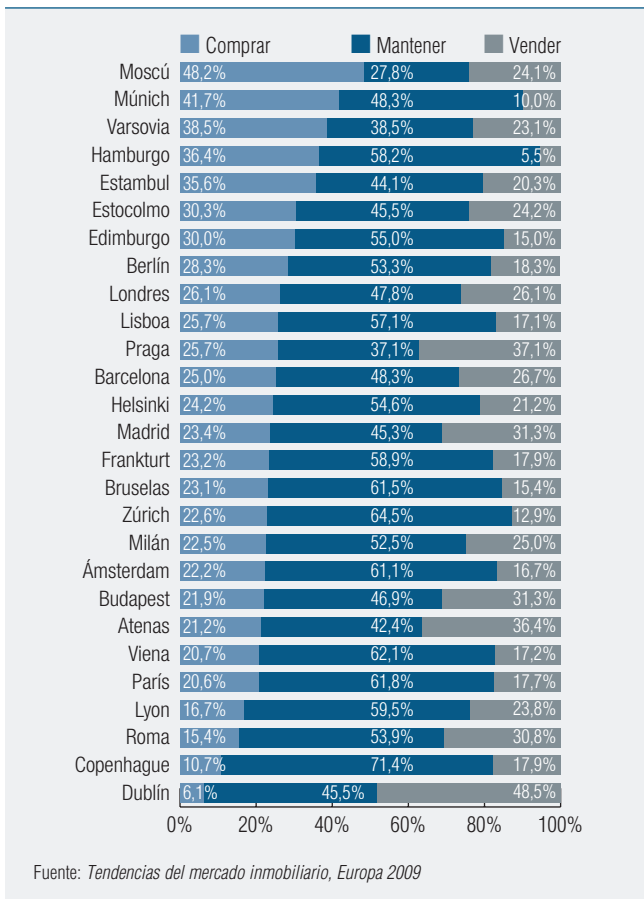
Rentabilidades de los locales comerciales en localizaciones "prime" por ciudad

City	(Porcentaje)		Variación interanual (puntos básicos)
	2008 3T	2007 3T	
Moscú	9,00	10,50	(150)
Sofía	8,00	8,50	(50)
Lisboa	6,75	6,50	25
Budapest	6,25	6,00	25
Oslo	6,25	5,25	100
Birmingham	5,75	4,50	125
Edimburgo	5,75	4,75	100
Glasgow	5,75	4,75	100
Roma	5,75	5,25	50
Varsovia	5,75	6,00	(25)
Manchester	5,65	4,50	115
Londres (City)	5,50	4,50	100
Praga	5,50	5,00	50
Helsinki	5,30	4,80	50
Berlín	5,25	4,50	75
Madrid	5,25	4,25	100
Atenas	5,00	5,00	0
Milán	5,00	4,50	50
Estocolmo	5,00	4,25	75
Bruselas	4,75	4,25	50
Ginebra	4,75	4,50	25
París	4,75	4,00	75
Zúrich	4,70	4,70	0
Düsseldorf	4,60	4,50	10
Frankfurt	4,60	4,25	35
Dublín	4,50	2,50	200
Hamburgo	4,50	4,50	0
Londres (West End)	4,50	3,75	75
Copenhague	4,25	4,25	0
Múnic	4,25	4,25	0
Viena	4,00	4,25	(25)
Ámsterdam	3,85	3,55	30

Fuente: CB Richard Ellis.

Volviendo a los subsectores comerciales, los inversores prefieren las zonas comerciales en la ciudad y los centros comerciales a los parques comerciales. "[Nuestro] principal mercado inmobiliario son los locales comerciales del centro. Es una de las inversiones más seguras porque hay mucha demanda". "Las zonas comerciales de las calles principales son muy interesantes, sobre todo porque suelen ir combinadas con oficinas en sitios de primera línea". "Nos gusta el comercio de centro ciudad, el mercado seguirá fuerte. Los grandes almacenes se están renovando, pasan del estilo de siempre a nuevos conceptos. Creemos que es un mercado muy interesante". "Por razones medioambientales, [se potencian] más las zonas dentro de la ciudad, [pues] la Administración no quiere que se construya fuera de la ciudad". Pero no sólo el comercio de las calles principales se lleva buenos comentarios, pues también nos dicen: "esperamos que los centros comerciales sigan siendo una inversión atractiva".

GRÁFICO 4-8
Recomendaciones de compraventa para el mercado de locales comerciales por ciudad



“Los centros comerciales sostenibles son una oportunidad para comprar y seguirá siendo así”.

“Hemos visto subir las tasas de capitalización, pero no se ha filtrado a través de los mercados, a excepción de Londres” y se esperan más ajustes en el Reino Unido. El “giro aún no ha terminado, la rentabilidad en el Reino Unido [puede subir] de 50 a 100 puntos básicos”. Si lo miramos a medio plazo, este observador considera que “deberíamos volver a niveles de rentabilidad normales, [pero] en 2009 los inversores pueden lograr una mayor rentabilidad, por las ventas forzosas”. Aunque no hay “ventas forzosas en el mercado actual, hay signos de que las habrá. Hoy cierras operaciones fuera de mercado y mañana podrán ser situaciones desesperadas”.

Promoción y desarrollo

El año pasado, los locales comerciales coronaron la lista de las promociones favoritas (6,4 puntos, “bastante buenas”), pero debido a la incertidumbre económica, esta nota ha bajado a un 4,5, apenas “aceptable”. Una característica positiva para el mercado de locales comerciales en general se ve en este comentario: “Como el mercado financiero se

GRÁFICO 4-9
Comercial

2009	Perspectivas	Puntuación	Clasificación
Inversión	Aceptables	4,8	3º
Promoción y desarrollo	Bastante flojas	4,3	7º

Recomendaciones de los encuestados

Comprar	Mantener	Vender
26,9%	52,7%	20,3%

Fuente: Tendencias del mercado inmobiliario, Europa 2009

GRÁFICO 4-10
Zonas comerciales en la ciudad

2009	Perspectivas	Puntuación	Clasificación
Inversión	Aceptables	4,8	2º
Promoción y desarrollo	Bastante flojas	4,4	4º

Recomendaciones de los encuestados

Comprar	Mantener	Vender
33,5%	46,6%	19,9%

Fuente: Tendencias del mercado inmobiliario, Europa 2009

está secando, estamos viendo un montón de proyectos que se quedan parados”. Se puede decir que esto refuerza la posición de las tiendas existentes.

Las mejores opciones

Los datos del estudio sugieren que Moscú es el lugar en que más se recomienda invertir para locales comerciales. Casi la mitad de los participantes recomiendan “comprar”. Sin embargo, este dato ha bajado desde el año pasado, cuando más del 80% recomendaba esta ubicación. Múnich, Varsovia, Hamburgo y Estambul también se hacen con el apoyo de los inversores.

Con cautela

Aunque no se puede escapar a las fuerzas económicas a corto plazo, los locales comerciales de la Europa Central y del Este reflejan buenos valores de base. “Hay esperanzas de que el consumo privado aumente en los años venideros y que el crecimiento económico general sea positivo, [pero] algunas de las mayores ciudades están bastante saturadas en estos momentos”. “Cada vez tenemos más visitantes en nuestros centros, y se gastan más dinero. No esperamos que esto siga al mismo ritmo, pero es mejor de lo que vemos en otros mercados”. “La Europa Central y del Este sigue siendo un mercado en crecimiento, pero los locales comerciales corren el riesgo de ser excesivos”. “Los actuales centros comerciales con buenos resultados seguirán yendo bien, pero los nuevos tendrán dificultades para atraer tiendas”.

GRÁFICO 4-11
Centros comerciales

2009	Perspectivas	Puntuación	Clasificación
Inversión	Aceptables	4,8	4º
Promoción y desarrollo	Bastante flojas	4,3	8º

Recomendaciones de los encuestados

Comprar 28,0%	Mantener 47,2%	Vender 24,8%
------------------	-------------------	-----------------

Fuente: *Tendencias del mercado inmobiliario, Europa 2009*

GRÁFICO 4-12
Parques comerciales

2009	Perspectivas	Puntuación	Clasificación
Inversión	Aceptables	4,6	9º
Promoción y desarrollo	Bastante flojas	4,2	9º

Recomendaciones de los encuestados

Comprar 23,1%	Mantener 45,2%	Vender 31,7%
------------------	-------------------	-----------------

Fuente: *Tendencias del mercado inmobiliario, Europa 2009*

Viniendo del último puesto el año pasado, Londres se ha ganado el favor de los participantes y ha subido al *top ten* de los inversores para las recomendaciones de compra. En general, el Reino Unido se ve como una opción de compra para los locales comerciales. “Los parques comerciales en el Reino Unido solían estar sobre el 4% y no había manera de echarles mano. Ahora estamos estudiando unos 30 centros comerciales, no todos son buenos, pero si logramos quedarnos cinco, no estará mal. Logras arrendamientos a largo plazo con buenas marcas”. Otro inversor también tenía al Reino Unido en su punto de mira y nos decía: “a partir de la primavera estudiaré seriamente el mercado, [pues] puede ofrecer buenas oportunidades para las inversiones contra del ciclo en los próximos 12 meses”. Pero ya lo dice el refrán, lo que a uno cura a otro mata, los hay que se muestran menos elocuentes con el Reino Unido: “Los locales comerciales van a recibir un golpe muy fuerte”.

Advertencias

Entre los mercados con las recomendaciones más altas de venta encontramos Dublín (48%), Praga (37%) y Atenas (36%). “España no tiene crisis bancaria, los mercados están más tranquilos, pero cuando empiece la recesión, algunos no podrán seguir pagando los alquileres de los centros comerciales”. Por ello, Madrid ha recibido una puntuación bastante alta para la venta (31,3%).

Hoteles

Aunque su puntuación ha pasado de “bastante buena” a “aceptable” de un año para otro, el sector hotelero se queda en segunda posición en el *ranking*. “Yo esperaría una mayor expansión de las marcas asentadas, y las marcas nuevas en principio lo tendrán más difícil para quedarse con los buenos sitios”. Las perspectivas de los hoteles son relativamente buenas. El sector ha sido uno de los que mejores resultados cosechó el año pasado, con un buen crecimiento de los alquileres”. Otro nos decía: “Un sector para gente muy especializada, pero con fuerte demanda. [Yo] no estoy muy seguro de por qué es así”. “Con un buen gerente y una buena situación y precios adecuados, la inversión en hoteles no necesita mucho más. Contratos de triple red aseguran las condiciones del hotel y los alquileres llegan sin problemas. Elegir a un buen gerente y una buena situación es crucial, eso sí”. Llegados a este punto, algunos inversores se muestran prudentes: “[los hoteles son] demasiado complejos, necesitan experiencia de gestión”. “Los hoteles [son] un negocio más arriesgado”, “nos mostramos cautelosos con los hoteles, [pero] los vigilamos de modo selectivo”.

El interés hacia este sector quizá sea el resultado de un serio problema de oferta, sobre todo en ciertas partes de la “nueva Europa”. “[El] sector hotelero sigue [siendo] tremendamente activo en todo el mundo, sobre todo en Rusia y los Balcanes”, nos decía un participante. Algunos se mostraban especialmente tentados por el segmento de lujo: “Las perspectivas son buenas, sin reducciones en los precios esperados”. “Los hoteles son un área en que la actividad de transacciones probablemente aumentará. Los fondos soberanos siguen mostrándose interesados en los hoteles trofeo y los precios aguantan bastante bien”.

GRÁFICO 4-13
Hoteles

2009	Perspectivas	Puntuación	Clasificación
Inversión	Aceptables	4,8	5º
Promoción y desarrollo	Aceptables	4,6	1º

Recomendaciones de los encuestados

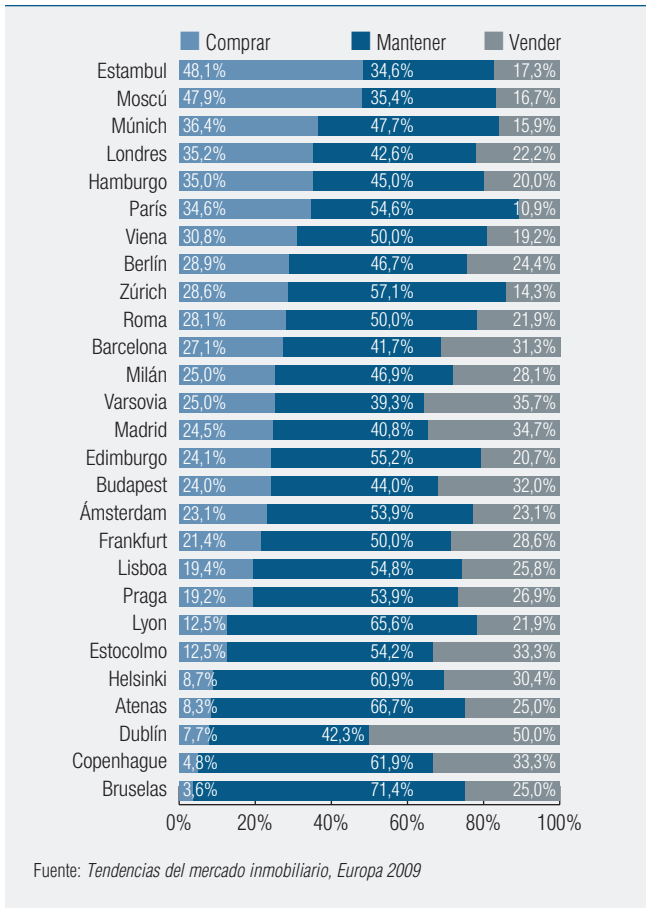
Comprar 27,9%	Mantener 49,5%	Vender 22,6%
------------------	-------------------	-----------------

Fuente: *Tendencias del mercado inmobiliario, Europa 2009*

Otros tienen una visión menos entusiasta: “Se siguen construyendo súper-hoteles sin mucha visión ni sentido. Hoteles de cuatro y cinco estrellas se han construido en respuesta a un amplio período de riqueza personal y de generosas políticas de gastos corporativas. [Ahora] van a recibir bien y tienen costes fijos muy elevados”. Pero no a todo el mundo le gusta el mercado de alta gama, como se ve en la siguiente cita: “Los hoteles más económicos pasarán por una buena época, a costa de los de lujo”.

GRÁFICO 4-14

Recomendaciones de compraventa para el mercado hotelero por ciudad



Tanto la gama alta como el *low-cost* encuentran apoyo inversor, pero el término medio parece ser casi “tierra de nadie”. “Los hoteles que no son de baja o de alta gama se destruirán a causa del aumento de los costes”. La clave es tener un buen modelo de negocio para el hotel, lo cual es “más difícil para los operadores de gama media del segmento de tres y cuatro estrellas”. Sin un perfil diferenciado en términos de alquiler o edificios, “lo único que podrán hacer es bajar precios. La ocupación caerá en la mayor parte de esta área”.

“Yo preveo que florezca la inversión y el desarrollo dentro del mercado de servicios limitados”. “Los hoteles de servicios limitados cada vez atraen más interés debido a los costes fijos de construcción y a los bajos costes de personal. Eso significa que obtienen beneficios mucho más rápido de sus equivalentes de gama alta. Pueden beneficiarse de significativas economías de escala en comparación con el sector más alto del mercado. Además, el mercado al que se dirigen es menos sensible a los precios que el mercado general de los hoteles de cuatro estrellas, mientras que su base de costes es claramente menor”.

“Aplicamos acuerdos de arrendamientos variables, de modo que hemos compartido la bonanza de la explotación

del negocio. Aunque ha caído la ocupación, los precios por habitación han aumentado”. Otros inversores adoptan una política más conservadora y restringen su papel al de “inversor inmobiliario, no gestor”. Si hablamos de oportunidades de inversión, un participante nos decía: “Van a salir algunas operaciones que creo que vale la pena estudiar. Puedes soñar con el tipo de hotel que quieres hacer o te puedes adaptar a la realidad del mercado. No hay muchas transacciones en perspectiva. Mi apuesta sería evitar la alta gama del mercado, pero ¿hay transacciones a la vista?”.

La recesión creará problemas para el sector hotelero y “es probable que se produzcan algunas ventas forzosas”. Los inversores muy endeudados seguramente entrarán en arenas movedizas. “Son los problemas del endeudamiento financiero los que forzarán a algunos fondos a tomar decisiones rápidas de venta” y la “bajada de precios debería redundar en interesantes oportunidades de inversión en 2009/2010”.

Las mejores opciones

Estambul y Moscú encabezan la lista de las ubicaciones preferidas, aunque Moscú puede estar ocupando el lugar del mercado ruso en general. “Moscú sigue estando con problemas de oferta para una ciudad de esas dimensiones”. “No vemos muchas oportunidades, pero si se presentan, las estudiamos”. En Moscú, “tienes los precios por habitación más altos del mundo, sólo hay hoteles de gama alta. La oferta parece que ha avanzado un poco con respecto a la demanda”, pero “sigue habiendo demanda en todo el país”. Los hoteleros están desesperados por abrir hoteles en Rusia, muchas ciudades no tienen hoteles decentes”. Esta afirmación se ha reiterado bastante: “Si viajas por Rusia, no tienes dónde alojarte”.

Otro mercado en expansión es Turquía, que espera un “rápido crecimiento, sobre todo en hoteles dedicados a los ejecutivos”. También hay mercado para construir hoteles concretos en algunas ubicaciones. Un inversor “seguía interesado por los tres estrellas, pues en Londres falta oferta”. Su modelo de negocio se basa en reconfigurar los pequeños hoteles. El inconveniente es la falta de financiación con deuda, pues “los bancos están insistiendo en cubrir sólo el 50% del valor, lo cual es demasiado poco para lograr una buena rentabilidad con respecto a la inversión”.

Advertencias

Las recomendaciones de venta más acusadas son para Dublín, con un 50% de votos de venta, pero también en Varsovia y Madrid se recomienda vender, y los vendedores superan a los compradores en Bruselas, Atenas y las capitales nórdicas, por un amplio margen.

Uso mixto

“El uso mixto está ganando popularidad”, “los proyectos de uso mixto tendrán menos riesgo”, son algunos ejemplos del sentimiento inversor hacia este segmento. Ahora bien, la categoría no puede escapar de la tendencia bajista general. Los inversores atribuyen al segmento 4,7 puntos, por lo que lo ven como una propuesta de inversión aceptable. Para explicar la atracción por el uso mixto, un participante nos dice: “Con los *yields* y el coste de la deuda al alza, yo creo que habrá un aumento del uso mixto, pues permite a los inversores diversificar riesgo mediante ingresos diferenciados”. Así, “los proyectos de uso mixto seguirán siendo atractivos para los actores financieros, tanto inversores como entidades crediticias”. El llamamiento general del sector se expresa en las recomendaciones de los inversores. Más de la mitad de los encuestados ven el inmobiliario de uso mixto como una opción que es preferible mantener, si bien las recomendaciones de compra superan a las de venta por casi el doble.

Frecuentemente, los proyectos de uso mixto forman parte de los proyectos de regeneración urbana. Es “el segmento donde habrá las mejores oportunidades en los mercados más desarrollados”. “La rehabilitación para uso mixto en ciudades más degradadas aumentará en 2009.” “Los edificios abandonados del centro ciudad que se dedican a un proyecto de uso mixto serán importantes, sobre todo en caso de que participen varias partes, de modo que el riesgo disminuya”. Los locales comerciales y de ocio tienen un papel destacado en este tipo de proyectos. “Con el apoyo de la Administración, los proyectos de regeneración alimentados por el comercio están siendo todo un éxito por todo el Reino Unido”. “El componente de centro comercial, por las características financieras y económicas concretas que tiene, sigue siendo el ‘motor’ de estos proyectos” y “el uso mixto lo hará bien con un guiño al ocio”.

En términos relativos, la categoría cuenta con el apoyo de los promotores. Con una nota de un 4,5, se espera que ofrezca perspectivas de promoción y desarrollo “aceptables” y se hace con el segundo puesto de esta lista. Aunque se ve como una categoría en crecimiento, las perspectivas de promoción y desarrollo se ven un poco peor que el año pasado. Para que los proyectos sean un éxito, los promotores tienen que tener aguante. Así lo sugiere esta cita: “Las empresas conocedoras, con paciencia, visión de futuro y capacidad de financiación tendrán una buena oportunidad por delante, aunque no estará exenta de dificultades”.

Se aconseja a los promotores que adopten una visión a largo plazo con este segmento. “Los proyectos de uso mixto que ya se han aprobado lo harán bien, pero todo lo que esté en curso se parará hasta que el mercado toque fondo”. “Considerando la desaceleración económica, las perspectivas de promoción y desarrollo son flojas, pues la regeneración urbana irá peor que la promoción en general”. Un inconveniente más general lo puntualiza un entrevistado: “En el Reino Unido, [el uso mixto] no es lo bastante

GRÁFICO 4-15
Uso mixto

2009	Perspectivas	Puntuación	Clasificación
Inversión	Aceptables	4,7	6º
Promoción y desarrollo	Aceptables	4,5	2º

Recomendaciones de los encuestados

Comprar 31,2%	Mantener 52,2%	Vender 16,6%
------------------	-------------------	-----------------

Fuente: *Tendencias del mercado inmobiliario, Europa 2009*

conocido para atraer a la comunidad inversora general. De momento sólo atrae a inversores/promotores especializados de la zona.

La planificación urbana es muy importante, por suerte en el Reino Unido son bastante estrictos, lo que ayuda a reutilizar/rehabilitar zonas urbanas degradadas”.

Las políticas y regulaciones de planificación pueden crear serios retos a los inversores. “Estoy seguro de que este tipo de proyecto se reactivará en los próximos años, pero la burocracia sigue poniendo trabas. [Como] el tiempo es algo crítico en el mercado inmobiliario, la complejidad burocrática frecuentemente prolonga la duración de la fase de promoción y desarrollo, lo cual resta valor a este tipo de proyecto”. Otros retos para los inversores tienen que ver con el entramado social de las comunidades locales: “Los promotores [de proyectos de uso mixto] dedicarán mucho más tiempo a comprender el tejido social y el carácter de las ciudades”.

Las mejores opciones

“El concepto de regeneración urbana ha avanzado un poco en la mente de los operadores del mercado inmobiliario italiano”. Grandes ciudades como Milán, Roma y Florencia ofrecen un alto potencial de regeneración urbana, pues disponen de un considerable número de antiguos locales industriales cerca del centro. Esto crea una oportunidad para la renovación urbana mediante operadores privados en asociación con la Administración pública. “Milán y Roma están llevando a cabo proyectos de regeneración urbana muy importantes que saldrán al mercado para la Expo 2015”. El uso mixto también es “un tema de candente actualidad en la mayoría de las ciudades secundarias italianas”.

Advertencias

En Turquía, “los proyectos de uso mixto son interesantes, pero difíciles de hacer debido a la zonificación y a la falta de suelo y de lugares adecuados”, opinaba un participante que aseguraba también que hay “grandes oportunidades en las ciudades turcas, pero aún es preciso completar la legislación”. Las quejas sobre los obstáculos burocráticos

también se hacen oír en la Península Ibérica. “En España hay demasiado control de la Administración y no entienden el mercado”. “La regeneración urbana sigue siendo un drama en Portugal. El marco legal es contrario a la regeneración”.

Las autoridades se llenan la boca con la regeneración, pero en la práctica las políticas van por un camino muy diferente. “Hay oportunidades, pero a muy pequeña escala”. Se acaba de demostrar cómo pueden superarse los obstáculos en Oporto, como nos contaba uno de nuestros entrevistados: “El mercado ha dado signos de vitalidad a consecuencia de un eficiente organismo público para la regeneración de la parte baja de Oporto, en combinación con una nueva ley que hace posible y factible un enfoque en bloque de las promociones.

Vivienda

“Nuestra cartera de residencial no nos está dando problemas, más bien lo contrario”, “el residencial es una inversión muy muy estable” y “ganará en popularidad, pues mantiene el valor”. Éstas son algunas de las opiniones expresadas sobre los pisos en alquiler. “El sector residencial claramente es como una protección en comparación con otros sectores que es posible que reciban más en términos de ocupación y arrendamientos”. Los pisos en alquiler probablemente sean el tipo de inmobiliario más resistente dado el actual clima económico. Por ello, el deterioro general de las perspectivas de inversión sólo es la mitad de los otros tipos inmobiliarios. Octavo en la tabla combinada y cuarto en la de los tipos de inmobiliario, más de un 40% de los encuestados lo ven como un segmento de “compra”.

GRÁFICO 4-16

Pisos/otro residencial (alquiler)

2009	Perspectivas	Puntuación	Clasificación
Inversión	Aceptables	4,6	8º
Promoción y desarrollo	Bastante flojas	4,3	6º

Recomendaciones de los encuestados

Comprar 40,3%	Mantener 40,8%	Vender 18,9%
------------------	-------------------	-----------------

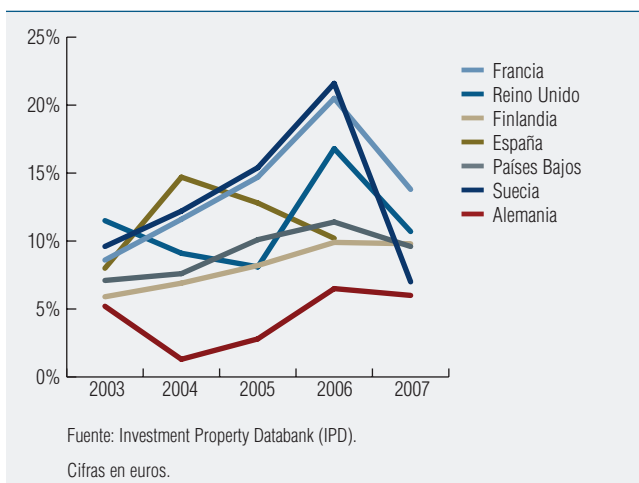
Fuente: *Tendencias del mercado inmobiliario, Europa 2009*

“Si los fundamentos son buenos, entonces el residencial es algo que siempre tendrá demanda, es cuestión de dónde vive la gente y qué precios quieren pagar”. “[Ahora] estamos más en la parte de compra, queremos invertir en pisos más modernos en los centros urbanos principales”, nos decían. Pero algunos expresan sus quejas sobre el nivel de precios: “Tener residencial es una maravilla; pero para comprar ahora, no estoy seguro de que los precios estén bien”.

Dentro del residencial, han aparecido dos nuevas subcategorías, las residencias de estudiantes y el residencial para jubilados. “Realmente, el alojamiento para estudiantes tiene una correlación negativa potencial con el

GRÁFICO 4-17

Retornos totales del sector residencial en los países seleccionados según IPD



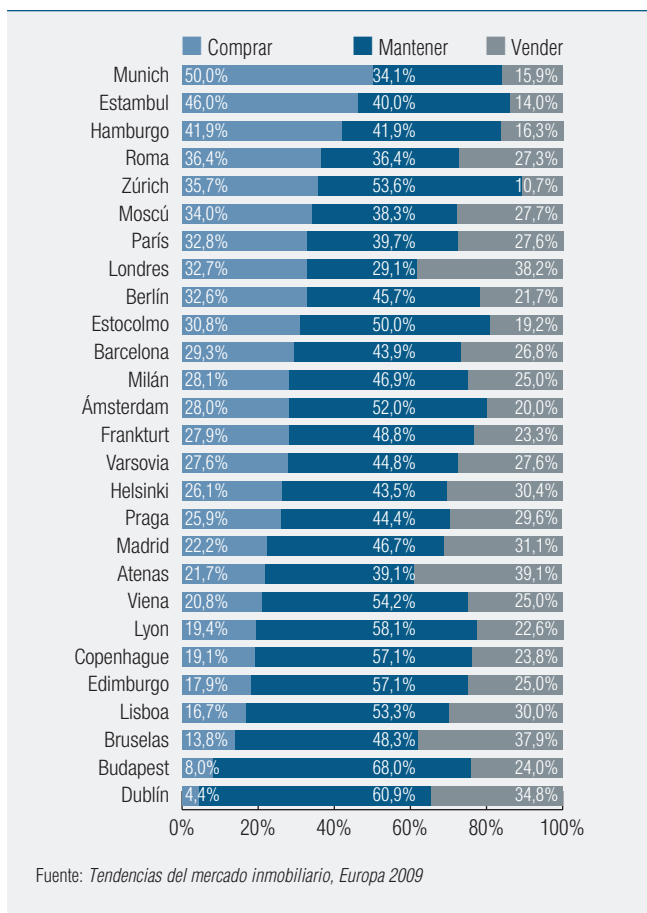
ciclo de negocios: en época de recesión, los estudiantes alargan sus estudios o vuelven a las aulas”. “El alojamiento de estudiantes se puede decir que se escapa de las recesiones”.

Siempre habrá demanda. Para saber dónde faltan plazas de alojamiento estudiantil, se pueden consultar algunos datos disponibles sobre Europa. Puede ser una oportunidad que de alguna manera es inmune a los problemas actuales”. En el Reino Unido, los alojamientos de estudiantes se benefician de una fuerte demanda de usuario final, aseguraba uno de nuestros entrevistados. Pero este entusiasmo no es compartido por todos. “Fuera de Londres, la ocupación en principio se limita al 70% del año, y los inversores extranjeros no quieren invertir fuera de Londres”. Asimismo, el sector puede no ser igual de atractivo por toda Europa. “Hemos construido algo de alojamiento para estudiantes en los EE. UU., posiblemente también es factible en el Reino Unido, pero en el resto de Europa no tanto, debido a los incentivos legislativos para el alquiler”. “Los alojamientos para estudiantes no funcionan en Italia. La mayoría de los estudiantes se quedan en casa de sus padres mientras van a la universidad”. Aunque también nos han dicho: “El alojamiento de estudiantes no es atractivo, a pesar de todo lo que se ha llegado a decir”.

El factor demográfico es el principal motor de promoción y desarrollo de los alojamientos para jubilados, residencias y comunidades de retiro. “Estamos convencidos de que el mercado de nuestros mayores ofrece grandes oportunidades”. “Las residencias son empresas en expansión con muchas oportunidades”. “Los asilos y las casas de retiro tienen motores demográficos que se mantendrán, con independencia del torbellino económico actual”. “En Europa, anticipo un interés mantenido por los proyectos dirigidos a la tercera edad para el sector residencial”. “La inversión en comunidades de jubilados y residencias aumentará de modo significativo” pero algunos

GRÁFICO 4-18

Recomendaciones de compraventa para el mercado de pisos (alquiler) por ciudad



observadores puntualizan que nuestros inversores no siempre aprecian los riesgos que implica este segmento.

Por ejemplo, aún está por ver si las necesidades actuales de inmobiliario dedicado a este tramo de la población se traducen realmente en demanda. Podría quedar afectado por la bajada de las pensiones. “Los asilos seguirán creciendo como sector de inversión, aunque los más mayores ya no tengan la renta disponible que tenían años atrás”. “El derrumbe de los mercados de renta variable ha hecho daño a las pensiones, las arcas se vaciarán y las pagas serán menos generosas”.

Los pisos de alquiler se ven como un activo comparativamente atractivo, pero las perspectivas de residencial para venta, negocio clásico de los promotores, se han deteriorado de manera sustancial, colocándose en sólo 3,8 puntos en la escala de inversión y en un 3,7 para promoción, la segunda puntuación más baja del estudio para este sector. “Las ventas de viviendas nuevas prácticamente se han congelado.”

GRÁFICO 4-19

Viviendas (venta)

2009	Perspectivas	Puntuación	Clasificación
Inversión	Bastante flojas	3,8	13º
Promoción y desarrollo	Bastante flojas	3,7	13º

Recomendaciones de los encuestados

Comprar	Mantener	Vender
18,5%	42,2%	39,3%

Fuente: Tendencias del mercado inmobiliario, Europa 2009

Con la reducción de la financiación con deuda y los crecientes tipos de interés, sólo queda una salida: que los precios bajen”. Esto podría acabar en una espiral negativa: como los valores bajan, la financiación se complica aún más y vuelve a provocar que los precios bajen.

Las mejores opciones

Alemania ahora se ve como un “mercado estable”. En los últimos años, los inversores extranjeros se contentaban con poner un pie en el mercado e invertían gracias a la generosa financiación con deuda. Los que no podían competir en esas condiciones ahora esperan “menos competencia de los inversores extranjeros”. “Esperamos ver un proceso de consolidación; el mundo de la inversión está cambiando: se ha pasado de especular con el inmobiliario residencial a considerarlo una inversión clásica. La gestión inmobiliaria se vuelve importante”. Parte del inmobiliario que está ahora en manos de capital riesgo probablemente se sacará al mercado, pero no es cierto que vaya a captar a los inversores en su totalidad. “Hay que buscar sitios donde la gente quiera vivir y donde se pueda vivir bien, zonas con más poder adquisitivo que la media, con crecimiento demográfico y buenas empresas”. Múnich se pone al frente de la lista de las recomendaciones de compra, pero Hamburgo y Berlín también se colocan entre las diez primeras para inversión. Estambul va segunda. En Turquía “aún se necesita [promoción de] residencial”. Roma, Zúrich, Moscú, París y Londres también atraen interés de compra de los encuestados.

Advertencias

Una de las zonas que los inversores pueden rechazar es Dinamarca, pues “está habiendo muchas ventas forzosas que están afectando al mercado”. Se podría argumentar, eso sí, que pueden presentarse oportunidades de compra para los inversores oportunistas. En el Reino Unido, vemos que “los precios de las casas caen fuertemente por todo el país”, por lo que “hay muy poca confianza entre los

compradores y pocas hipotecas. Los que compran su primera vivienda no se pueden permitir las condiciones actuales, lo cual está afectando a los precios”.

En Portugal, “el residencial es un mercado muy difícil, con una gran oferta y una demanda reducida”. En España “actualmente no hay actividad. La recuperación será lenta, cuando la demanda encuentre la manera de volver a acceder a las hipotecas”. Inversores, promotores y bancos en principio adoptarán la estrategia de esperar a ver cómo avanzan los acontecimientos, y para vender su *stock* actual no lo harán antes de mediados de 2010. Dublín es la que ha recibido menos recomendaciones de compra, y las recomendaciones de los vendedores superan las de los compradores por casi ocho a uno; ahora bien, llama la atención que un 61% recomiende no vender. Londres, Atenas y Bruselas también están altas en la lista de venta, según nuestros encuestados, con un 37% o más que apuestan por vender.

Oficinas

Igual que el año pasado, el sector de oficinas conocerá más debilidades en el segmento de extrarradio que en el centro ciudad. Estas zonas han recibido la mayor puntuación de inversión del estudio, mientras que las primeras se llevan la peor puntuación. Recomendadas como “compra” por casi la mitad de los participantes de la encuesta, las oficinas de ciudad siguen encabezando las listas de la compra de los inversores. “Las oficinas están pasando por una fase menos negativa” y “las oficinas serán un segmento defensivo”, dos afirmaciones que van en el mismo tono. Hay una “huida hacia la calidad” y “la ubicación y la calidad redundará en mayores precios, se

GRÁFICO 4-20

Retornos totales del sector de oficinas en los países seleccionados según IPD

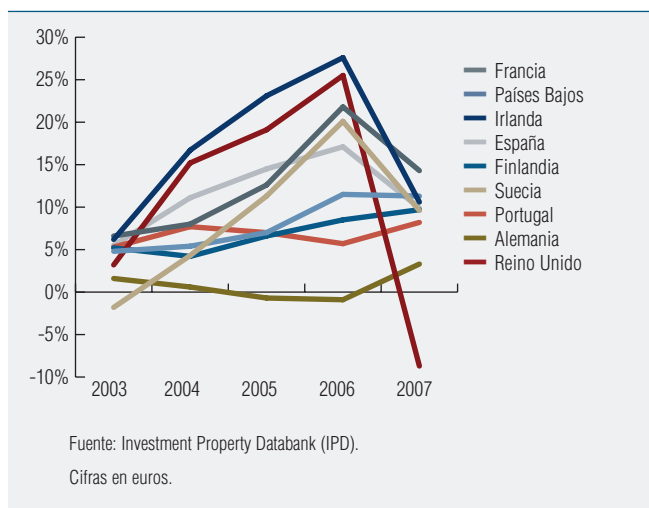
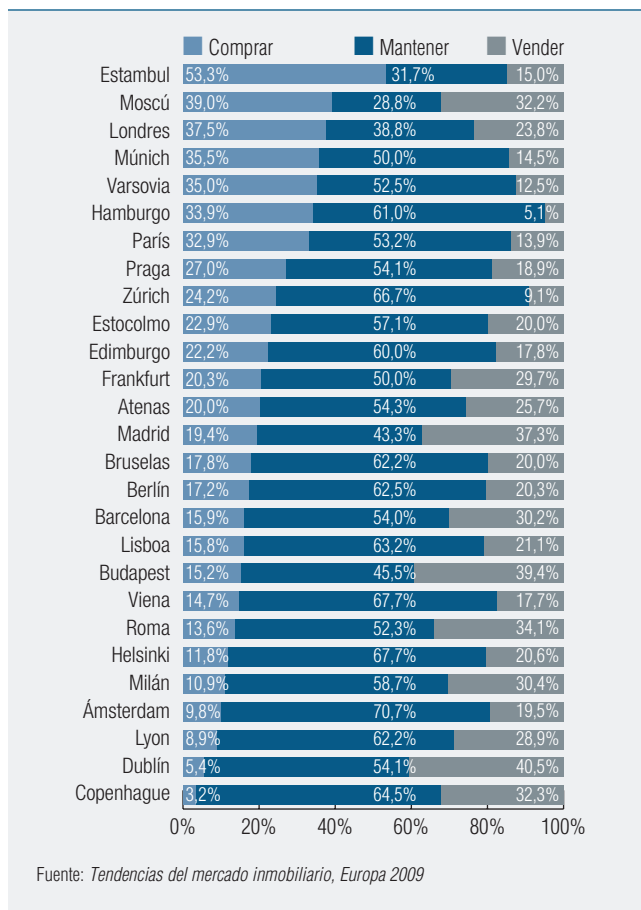


GRÁFICO 4-21

Recomendaciones de compraventa para el mercado de oficinas por ciudad



verán ajustes de 150 puntos básicos”. Los valores de los mercados más tranquilos “se mantendrán muy estables, pero se sufrirá en las ubicaciones secundarias que se vendieron muy caras en los años anteriores”. En términos de inversión, es “importante buscar buenos sitios y pagar precios ajustados al riesgo”.

Ahora se piensa más en cómo encontrar liquidez. Si los valores suben por la compresión de la rentabilidad, los inversores pueden arriesgarse a ignorar las tasas de desocupación de sus bienes, pero en el actual clima económico no se lo podrán permitir. En general se espera que los mercados de alquiler se suavicen. “La demanda de alquiler de espacios de oficinas caerá, sobre todo en ciudades con una alta exposición a los servicios relacionados con las finanzas”. Aunque “es difícil verlo aún [la desaceleración de la demanda]”, “una recesión en nuestras manos significa menos firmas de contratos de arrendamiento”. “Ya prevemos que seguramente tendremos que renegociar las condiciones de arrendamiento en algunos casos, dada su posición financiera”.

GRÁFICO 4-22

Rendimientos de las oficinas de primer nivel

Ciudad	(Porcentaje)		Variación interanual (puntos básicos)
	2008 3T	2007 3T	
Moscú	8,50	8,00	50
Edimburgo	6,35	4,75	160
Atenas	6,25	6,00	25
Budapest	6,25	6,00	25
Lisboa	6,25	5,75	50
Oslo	6,25	5,25	100
Londres (City)	6,00	4,50	150
Praga	6,00	5,18	82
Roma	5,75	5,25	50
Varsovia	5,75	5,50	25
Ámsterdam	5,65	4,80	85
Barcelona	5,50	4,25	125
Bruselas	5,50	5,25	25
Dublín	5,50	3,75	175
Helsinki	5,50	5,00	50
Madrid	5,50	4,25	125
Milán	5,50	5,00	50
Frankfurt	5,30	5,00	30
Berlín	5,25	4,90	35
Copenhague	5,25	5,00	25
Düsseldorf	5,25	5,00	25
Ginebra	5,25	5,25	-
Hamburgo	5,00	4,90	10
Londres (West End)	5,00	3,75	125
Estocolmo	5,00	4,25	75
París	4,85	3,60	125
Viena	4,85	4,75	10
Múnich	4,80	4,80	-
Zúrich	4,50	4,50	-

Source: CB Richard Ellis.

Al mismo tiempo, las oportunidades para invertir aumentarán, pues “habrá oportunidades de ventas forzosas”. “Los inversores buscarán cada vez más ventas relativamente baratas, intentarán sacarle algo a la crisis”.

“Creemos que van a surgir algunas oportunidades interesantes y si las vemos, invertiremos”. “Hay señales de que edificios de muy alta calidad saldrán al mercado, más de lo que se habría esperado hace seis meses, y cuando salgan, compraremos”. “Después de esta crisis volverá a haber un período de crecimiento. Claro como el agua. La clave está en ser paciente y no saltar al mercado demasiado pronto. La corrección de precios de 2009/2010 hará que se amasen algunas fortunas de cara a 2013/2014”. Mientras los precios del inmobiliario sigan presionados, un optimismo excesivo sobre la emergencia de situaciones desesperadas puede ser prematura, como nos decía este experto: “La cuestión es la relación entre la oferta de inmobiliario con liquidez estable y el capital dispuesto a invertir en la situación actual, y visto así, soy bastante optimista”.

GRÁFICO 4-23

Tasas de desocupación/disponibilidad de oficinas

Ciudad	2008 3T	2007 3T
Varsovia	2,4%	3,6%
Londres (CL)	3,0%	3,9%
Copenhague	3,6%	4,0%
Viena	4,9%	5,7%
Île-de-France	4,9%	5,0%
Lyon	5,2%	6,0%
Barcelona	5,8%	5,3%
Praga	5,9%	5,3%
Milán	6,0%	6,0%
Madrid	6,9%	6,3%
Lisboa (centro de negocios)	7,2%	6,5%
Múnich	7,2%	7,5%
Estocolmo	7,3%	5,4%
Hamburgo	7,5%	7,4%
Moscú	7,8%	5,0%
Helsinki	7,9%	N/C
Bruselas	8,8%	9,5%
Berlín	9,5%	9,6%
Dublín	11,1%	10,2%
Budapest	12,0%	12,1%
Frankfurt	12,4%	12,7%
Ámsterdam	15,7%	14,8%
Zúrich	N/C	4,2%
París (centro de negocios)	N/C	5,0%

Source: CB Richard Ellis.

La fe en las oficinas del extrarradio se ha evaporado. Las recomendaciones de compraventa indican que hay 5,6 vendedores por cada comprador. “Las oficinas del extrarradio van a caer en el olvido”. “No invertiremos en zonas periféricas o edificios de menor calidad”. “Las tasas de capitalización de ubicaciones secundarias han ido mucho más allá que las de ubicaciones principales. Para propiedades secundarias, la rentabilidad se modificará en 200-300 puntos básicos. “Si has comprado en el extrarradio en los últimos años, ahora tendrás problemas. Los precios en esos sitios van a caer de modo significativo y los alquileres también van a experimentar una fuerte corrección”.

Las mejores opciones

Estambul es claramente la favorita para la compra de oficinas; más de la mitad de los encuestados recomiendan comprar este tipo de activos. “Los activos de Turquía se apreciarán, sobre todo las oficinas” y “la necesidad de oficinas para las empresas sigue siendo elevada”. Moscú también se considera una buena opción de compra. Si bien hay “una cierta preocupación de exceso de oferta, se han aplazado bastantes operaciones como para que se esfumen esas inquietudes”. “Se están preparando muchos proyectos en Europa del Este y Moscú; pero no muchos se

GRÁFICO 4-24
Oficinas

2009	Perspectivas	Puntuación	Clasificación
Inversión	Aceptables	4,6	10º
Promoción y desarrollo	Bastante flojas	3,9	11º

Recomendaciones de los encuestados

Comprar 30%	Mantener 56%	Vender 14%
----------------	-----------------	---------------

Fuente: *Tendencias del mercado inmobiliario, Europa 2009*

GRÁFICO 4-25
Oficinas centro urbano

2009	Perspectivas	Puntuación	Clasificación
Inversión	Aceptables	5,1	1º
Promoción y desarrollo	Aceptables	4,5	3º

Recomendaciones de los encuestados

Comprar 47,2%	Mantener 45,4%	Vender 7,3%
------------------	-------------------	----------------

Fuente: *Tendencias del mercado inmobiliario, Europa 2009*

GRÁFICO 4-26
Oficinas de extrarradio/periferia

2009	Perspectivas	Puntuación	Clasificación
Inversión	Bastante flojas	3,5	14º
Promoción y desarrollo	Flojas	3,0	14º

Recomendaciones de los encuestados

Comprar 8,4%	Mantener 44,2%	Vender 47,4%
-----------------	-------------------	-----------------

Fuente: *Tendencias del mercado inmobiliario, Europa 2009*

van a construir, porque no van a conseguir financiación". En Europa Central y del Este, la demanda de alquileres no ha cambiado, "pero ya se nos ha caído la venda de los ojos. Si los mercados se suavizan por los acontecimientos económicos, la demanda caerá, pero las necesidades de la región son tan grandes que tan pronto como la economía se recupere, la demanda volverá de manera clara".

Tras seguir los avances positivos de otros mercados occidentales en los años recientes, "Alemania será un mercado muy interesante; no podrá caer del mismo modo que los demás. Los alquileres caerán y los *yields* crecerán, pero estamos empezando desde un nivel significativamente más bajo". "Hemos reasignado fondos a Alemania, porque

[el mercado] volverá a sus medias históricas". Hamburgo y Múnich gustan porque su base de alquileres es muy diversificada. El mercado está en una "situación muy buena para el alquiler y no se ven señales negativas", nos decía un encuestado. "Hoy estamos mejor situados que en la crisis de 2001/2002, pues hay menos promociones en marcha, mucho menos exceso de oferta y el declive de los alquileres en Alemania será menos dramático que en el último desplome". Ahora bien, se teme que los mercados alemanes sufran de un exceso de oferta estructural. "En Alemania, el espacio por empleado es mucho mayor en comparación con los mercados internacionales, de modo que no podemos descartar que el paisaje de oficinas cambie, lo que podría redundar en una desocupación importante, no porque el número de trabajadores de oficina descienda, sino porque el espacio se organice de un modo más eficiente".

Advertencias

"Estoy seguro de que en París van a llorar este año, igual que en otros mercados europeos". Un entrevistado nos decía que París y Londres están "recibiendo una buena paliza". Las ciudades expuestas al sector financiero quedan abandonadas por los inversores. "El mercado inmobiliario de la City va a quedar hecho polvo y el West End recibirá una buena". "En el Reino Unido, los mercados inmobiliarios pasan de la crisis de los mercados de capitales a la crisis del alquiler. Canary Wharf y la City de Londres son los primeros en caer, pero habrá más", nos decía uno de los participantes que "no espera una recuperación antes de 2011". En la "City, las rentabilidades (o *yields*) de las oficinas de primera han variado 225 puntos básicos en 15 meses. ¿Puede llegar hasta el 9% como en los noventa?". Otros tienen una idea más positiva del Reino Unido: "El mercado está a punto de tocar suelo. En algún momento de 2009 se dará la vuelta el ciclo". Posiblemente ésa sea la razón por la que algunos inversores consideran que 2009 tendrá buenas oportunidades para la inversión con carácter contracíclico en Londres. Después de todo, Londres se coloca tercera en las recomendaciones de compra de los inversores.

Industrial/Distribución

Los buenos fundamentos y la creciente demanda de los inversores han alimentado la compresión de la rentabilidad en el sector en los últimos años hasta tal punto que las propiedades industriales se han puesto demasiado caras para algunos inversores. "Los rendimientos han descendido del 8-9% hace tres años hasta el 6% actual". Sin embargo, en 2008 esta tendencia se ha dado la vuelta y las tasas de capitalización han subido de modo sustancial. "En toda Europa, la rentabilidad inicial está en torno a más de 100 puntos básicos". En el Reino Unido, "la rentabilidad para los locales de logística está entre 7,5 y 8%, lo cual es razonable en comparación con los niveles históricos". Del mismo

GRÁFICO 4-27

Retornos de los activos industriales “prime”

Ciudad	(Porcentaje)		Variación interanual (puntos básicos)
	2008 3T	2007 3T	
Moscú	11,00	10,00	100
Bucarest	8,50	N/C	N/C
Lisboa	7,75	6,75	100
Estocolmo	7,75	6,75	100
Atenas	7,50	7,25	25
Birmingham	7,50	5,75	175
Bratislava	7,50	6,50	100
Budapest	7,50	7,00	50
Glasgow	7,50	5,75	175
Manchester	7,50	5,65	185
París	7,50	7,00	50
Praga	7,50	6,20	130
Berlín	7,25	7,00	25
Milán	7,25	6,50	75
Roma	7,25	6,50	75
Ámsterdam	7,10	6,50	60
Edimburgo	7,00	5,75	125
Oslo	7,00	6,00	100
Dusseldorf	6,75	6,50	25
Frankfurt	6,75	6,50	25
Ginebra	6,75	7,00	(25)
Hamburgo	6,75	6,50	25
Madrid	6,75	6,00	75
Múnich	6,75	6,50	25
Varsovia	6,75	6,50	25
Helsinki	6,60	6,50	10
Bruselas	6,50	6,50	-
Copenhague	6,50	6,45	5
Viena	6,50	6,25	25
Dublín	6,25	4,75	150
Zúrich	6,00	6,00	-

Source: CB Richard Ellis.

modo, las tasas de capitalización para las propiedades industriales están creciendo: “[Los rendimientos] ya están en torno al 10%. Esperamos que puedan llegar al 13% con el clima actual”. “[El] tema principal será el estado de la demanda de alquiler, donde no hemos visto signos de debilidad todavía, pero sería de esperar que los activos secundarios dieran muestra de subidas de *yields* en 2009”.

Teniendo en cuenta los ajustes de precios, el apetito de inversión en el Reino Unido es enorme. “Todo el mundo quiere estar listo para primavera/verano [2009]”. Algunos observadores del mercado creen que “los valores de los activos no se estabilizarán hasta finales de 2009 o hasta 2010”. El salto en las tasas de capitalización ha sido mayor en el Reino Unido, mientras que los mercados de Europa Continental han opuesto una mayor resistencia. Sobre los Países Bajos y Alemania, un experto nos decía: “Ninguno de los dos lo ha hecho del todo mal en relación con el resto del inmobiliario europeo”. “En España [la rentabilidad] ha vuelto

GRÁFICO 4-28

Retornos totales del inmobiliario industrial en los países seleccionados según IPD

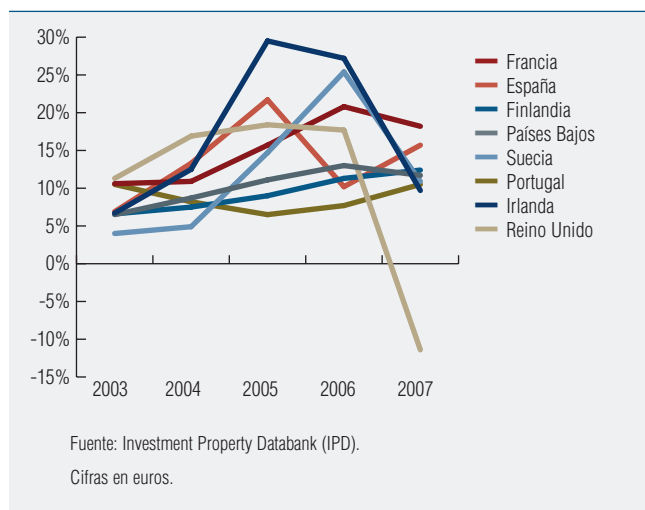


GRÁFICO 4-29

Recomendaciones de compraventa para el mercado industrial/distribución por ciudad

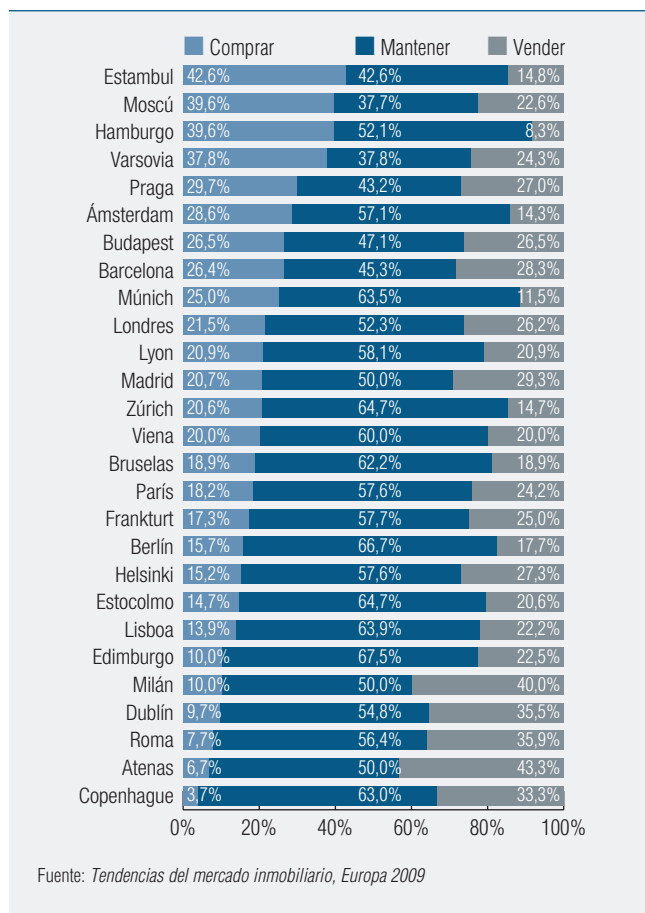


GRÁFICO 4-30

Industrial/Distribución

2009	Perspectivas	Puntuación	Clasificación
Inversión	Aceptables	4,5	11º
Promoción y desarrollo	Bastante flojas	4,2	10º

Recomendaciones de los encuestados

Comprar 23,5%	Mantener 57,4%	Vender 19,1%
------------------	-------------------	-----------------

Fuente: *Tendencias del mercado inmobiliario, Europa 2009*

GRÁFICO 4-31

Almacenes/Distribución

2009	Perspectivas	Puntuación	Clasificación
Inversión	Aceptables	4,6	7º
Promoción y desarrollo	Bastante flojas	4,4	5º

Recomendaciones de los encuestados

Comprar 32,0%	Mantener 51,0%	Vender 17,0%
------------------	-------------------	-----------------

Fuente: *Tendencias del mercado inmobiliario, Europa 2009*

GRÁFICO 4-32

Fábricas

2009	Perspectivas	Puntuación	Clasificación
Inversión	Bastante flojas	3,9	12º
Promoción y desarrollo	Bastante flojas	3,7	12º

Recomendaciones de los encuestados

Comprar 11,2%	Mantener 52,6%	Vender 36,2%
------------------	-------------------	-----------------

Fuente: *Tendencias del mercado inmobiliario, Europa 2009*

al 7,5%, mientras que en la Europa Central y del Este [han superado el] 8%", un nivel que se considera muy atractivo para este tipo de activo.

Lo que son buenas noticias para los potenciales compradores resulta que son dolores de cabeza para los potenciales vendedores. "En 2008, el mercado no estaba para tirar cohetes y las perspectivas de deuda y del mercado de capitales para principios de 2009 están aún peor", aseguraba uno de los entrevistados. "Hay una brecha enorme entre lo que se quiere pagar y los precios que se piden. El primer semestre de 2009 será más difícil", pero se espera que "sea más fácil cerrar operaciones en el segundo semestre de 2009". En general, "se espera una reducción

de los precios en 2009 y por eso todo el mundo es muy prudente". Otra preocupación es la falta de financiación de deuda: "Por ello, se prevé que haya sobre todo actores con capital [parcial] entre los que compran". Y estos inversores piden altas rentabilidades.

Las perspectivas de inversión para almacenes/distribución se marcan con un 4,6, lo cual le otorga un puesto en medio de la lista. Mientras que más de la mitad de los encuestados del estudio recomiendan mantener activos de este sector, se considera que promete. Hay casi el doble de recomendaciones de compra que de venta.

El sector industrial/distribución también incluye las fábricas, si bien este segmento no necesariamente constituye una categoría de inversión para el dinero institucional. Con un 3,9, sus perspectivas se degradan a un "bastante flojas". Hay tres vendedores por cada comprador.

Las mejores opciones

Se ha dicho que el Reino Unido y los mercados de Europa Occidental suelen proporcionar interesantes posibilidades de inversión, pero los mercados de Europa Central y del Este no deberían pasarse por alto.

"La logística y los almacenes en la nueva Europa crecerán con vistas a cubrir las necesidades de los nuevos mercados, pero el incremento será menor que lo previsto el año pasado". La falta de locales y la demanda subyacente de espacios de alta calidad son los motores del sector logístico turco. "El sector de la logística era un desconocido para los inversores hasta hace poco. Muchos inversores ahora se han dado cuenta de la oportunidad y han iniciado nuevos proyectos".

Los locales de logística se necesitan con urgencia en Rusia, pues "buena parte de la distribución no es lo suficientemente buena", pero la gente ahora se para a pensar cómo pueden hacer realidad sus proyectos. Debido a los altos precios del suelo, los proyectos necesitan acudir a la deuda para que sean rentables. Y como no hay deuda, se podría esperar que la oferta de logística empiece y que luego vaya a la baja. Esto es un problema, pues es una deficiencia importante de Rusia". Tanto Moscú como Estambul se citan como una fuerte opción de compra, con casi un 40% de los encuestados recomendando estas ciudades. Del mismo modo, Hamburgo se ve como una buena opción para la logística, lo cual coincide con lo que nos decía una persona: "Si hay que optar por la logística, que sea logística portuaria".

Advertencias

El "mercado español va por detrás del resto de los mercados de Europa Occidental", un sentimiento compartido con otras ubicaciones del sur de Europa, en concreto Atenas, Roma y Milán, que se recomiendan todas como venta. Por su parte, Copenhague y Dublín también se han puesto en la lista de las ventas. Para Dublín, en cambio, puede reflejar más el estado general deprimente de las empresas que el del propio sector.

Entrevistados

Aareal Bank AG – Polish Branch

Michał Sternicki

Aberdeen Property Investors

Alessandro Bronda
Aldert Krab

Acciona Inmobiliaria

Isabel Antúnez

Aedifica

Stefaan Gielens

AFIAA Investment AG

Brauwiers Hans

Afirma

Jaime Amoribieta

AG Capital Group Jsc., Bulgaria

Hristo Iliev

Aguirre Newman

Jaime Pascual-Sanchiz de la Serna

Akron Group

Rodney Zimmerman

Alfa Capital Partners/Marbleton Advisers Ltd.

Bill Lane

Allianz Alternative Assets

Olivier Piani

Alterra Vastgoed

Cyril van den Hoogen

AMB Generali Immobilien GmbH

Bernhard Berg

Amvest

Hans Touw

Anjoca

José Álvarez Cobelas

Annexum

Huib Boissevain

APCE

José Manuel Galindo

AP Fastigheter

Anders Ahlberg

APN Funds Management

Tim Slattery

Apollo Real Estate

William Benjamin

Apollo Rida Poland Sp. z o.o.

Rafał Nowicki

AREIM

Leif Andersson

ASR Vastgoed

Dick Gort

AXA Investment Managers Schweiz AG

Rainer Suter

AXA Real Estate Investment Managers

Kiran Patel

Banca IMI Investment Banking (Banca Intesa Sanpaolo)

Pietro Mazzi
Roberto Ponta

Banif Investment Managers

Luis Saramago Carita

Bank of America

David Church

Beni Stabili Gestioni SGR SpA

Terenzio Cugia di Sant'Orsola

Benson Elliot Capital Management

Marc Mogull

The Blackstone Group

Chad Pike

Bouwfonds Asset Management

Jean Klijnen

Bouygues Imobiliária

Aniceto Viegas

BPF Bouwinvest

Dick J. van Hal

Brioschi Sviluppo Immobiliare SpA

Massimo Busnelli

Brookfield Europe

David Collins

CA Immobilien AG

Wolfhard Fromwald

Capital & Marketing Group

Christophe de Taurines

Carlyle Real Estate Advisors

Wulf Meinel

Carlyle Real Estate Advisors U.K. Ltd.

Robert Hodges

Carrefour Property

Pascal Duhamel

Catalyst Capital

Peter Kasch

CBRE Investors

Thibaut de Valence

CBRE Scot Holland

Steve Brown

CB Richard Ellis

Nick Axford
Pedro Seabra

Chamartín Imobiliária

Jaime Lopes

CIT

Martin Roberts

Citibank

Nick Jacobson

Citigroup Property Investors

Roger Orf

Close Investments Ltd.

Peter Roscrow

CMS Cameron McKenna LLP

Steven Shone

Cofinimmo

Serge Fautré

Colony Capital

Serge Platonow

Commerz Real AG

Hubert Spechtenhauser

Cordea Savills

Andrew Ashe
Justin O'Connor

Cordea Savills GmbH

Thomas Gütle

Cordea Savills SGR SpA

Salvatore Ruoppolo
Daniel Smith

Corio N.V.

Gerard H.W. Groener

Corpus Sireo Immobiliengruppe

Michael Zimmer

CPB Immobilientreuhand GmbH

Michael Ehlmaier
Robert Hermandinger

Credit Suisse

Rainer Scherwey

Credit Suisse Asset Management

Tatjana B. Mast

Curzon Global Partners

Ric Lewis

Cushman & Wakefield

Jef Van Doorslaer
Eric van Leuven

Cushman & Wakefield Stiles & Riabokobylo

Mark B. Stiles

Danish Property Federation

John Frederiksen

DCM Danismanlik A.S.

Tan Erten

DEGI Aberdeen Property Investors Group

Thomas Beyerle

DekaBank

Mark Titcomb

Delancey Asset Management Ltd.

Jamie Ritblatt

Derwent London PLC

Nigel George

Development Securities PLC

Michael Marx

DKB Immobilien AG

Wolfgang Schnurr

Doughty Hanson Real Estate

Julian Gabriel

DTZ

Stefano Carosi

Dumankaya Construction & Trading Co. Inc.

Senel Dogan

ECE Projektmanagement GmbH & Co. KG

Karsten Hinrichs

Emporiki Real Estate

Kenny Evangelou

ESAF – Espírito Santo Activos Financeiros

Fernando Cristino Coelho

Euroche GmbH

Charles Pridgeon

Eurohypo

José Luis Zanetty Dueñas

Patrick Lesur

Eurohypo AG

Max Sinclair

Theo Weyandt

Europa Capital

Nic Fox

Noel Manns

Extensa

Daniël Geerts

Eymaxx Management SRL

Johannes Rudnay

F&C Portugal, Gestão de Patrimónios, S.A.

António Pena do Amaral

Ferrovial Fisa

Álvaro Echániz Urcelay

Fidelity Investments International

Neil Cable

First Atlantic Real Estate SGR SpA

Federico Musso

Fitch Puntuacións

Rodney Pelletier

Fleming Family and Partners (Russia) Ltd.

Oleg Myshkin

Foncières des Régions

Christophe Kullmann

Fortis Real Estate

Marc Brisack

Fundbox – Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Imobiliário, S.A.

Rui Alpalhão

GE Real Estate

François Trausch

Rainer Thaler

GE Real Estate Nordic

Lennart Sten

GE Real Estate Poland

Karol Piłniewicz

Generale Continentale Investissements

Paul Raingold

Generali Immobiliare Italia SGR

Giovanni Maria Paviera

Globe Trade Centre S.A.

Erez Boniel

Goldman Sachs International

Edward Siskind

Goodman International – Europe

Mark O'Sullivan

Anthony Rozic

Rob Ward

GPT Halverton

Richard James

Grainger Trust PLC

Andrew Michael Pratt

Great Portland Estates PLC

Timon Drakesmith

Grosvenor

Richard Barkham

Groupama immobilier

François Netter

Grupo Sando and Sando RE

Germán del Real

José Luis Miró

Hamburg Trust Grundvermögen und Anlage GmbH

Joachim Seeler

Hanzevast Capital

Niek Broeijer

Helaba

Michael Kroger

Henderson Global Investors

Patrick Sumner

Hercesa

Juan José Cercadillo Calvo

Hermes Real Estate Investment Management Ltd.

Tatiana Bosteels

Highcross Strategic Advisers Ltd.

Peter Gubb

Hines

Michael J.G. Topham

John Gomez Hall

Hochtief Projektentwicklung GmbH

Lars N. Follmann

Horus Capital

Alexei Blannin

Humlegården Fastigheter AB

Per-Arne Rudbert

Hypo Real Estate

Harin Thaker

Hypo Real Invest AG

Herwig Teufelsdorfer

IBUS Company

Pepijn Morshuis

Imopolis, SGFI, SA/JP Morgan

Manuel Mota

ING Real Estate

Wilson Lee

Patrick Meutermans

ING Real Estate Investment Management Netherlands

Hans Copier

Inmobiliaria Espacio

José Antonio Fernández Gallar

Internos Investors

Jonathan Short

Investe A/S

Hans Thygesen

IVG Asset Management Belux

Bernhard Veithen

JER Partners, Central and Eastern Europe

Chris Zeuner

Jones Lang LaSalle

Mark Wynne-Smith

Jones Lang LaSalle Sp. z o.o.

Tomasz Trzosło

JP Morgan Asset Management

Peter Reilly

KanAm Grund KapitalanlageVendenschaft mbH

Frank Reichert

Kaufman & Broad

Philippe Misteli

KBC Real Estate NV

Hubert De Peuter

Kenmore

Alexandre Guignard

King Sturge International LLP

Richard Fiddes

Landmark Properties Bulgaria Jsc.
Tanya Kosseva

Land Securities PLC
Andrew Wilson

LaSalle Investment Management
Amy Klein Aznar
Simon Marrison
Charles Maudsley

Layetana
Santiago Mercadé

Lazard
Anne T. Kavanagh

Leasinvest Real Estate
Jean-Louis Appelmans

Lehman Brothers
Gerald Parkes

M&G/Prudential
David Jackson
Rob Tidy

Mapeley Ltd.
Jamie Hopkins

Meag Munich Ergo AssetManagement GmbH
Stefan Krausch

Merrill Lynch
Chris Jolly

Merrill Lynch International Bank Ltd.
Boris Schran

Monthisa
Santos Montoro

Moorfield Group Ltd.
Marc Gilbard

Morgan Stanley
Peter Hamed
Marco Polenta
Struan Robertson

Mosaic Property, LLP
Stephen Rees

Nexity
Alain Dinin

Niam
Anders Lundquist

**Norfin – Sociedade Gestora Fundos
Investimento Imobiliário, S.A.**
João Brion Sanches

Orco Property Group
Steven Davis

Palatium Investment Management
Neil Lawson-May
Paul Rivlin

Parkhill Capital
Audrey Klein

Pinnacle, s.r.o.
Martin Carr

Pirelli & C. Real Estate SpA
Paola Delmonte

Pradera
Colin Campbell
Mark Richardson

Pramerica Real Estate Investors Ltd.
Stefan Schraut

Protego Real Estate Investors
Peter de Haas
Iain Reid

Prudential Property Investment Managers Ltd.
Paul McNamara

PZU Asset Management
Wlodzimierz Kocon

Quinlan Private Golub
Roger Dunlop

R+V Versicherungen
Michael Krzanowski

Raiffeisen Immobilien KAG
Hubert Voegel

RAM
Jeremy Robson

Raven Russia Property Management Ltd.
Adrian Baker

Real.I.S. AG
Jochen Schenk

Redevco
Jaap Gillis

Redevco Liegenschaftsverwaltungs GmbH
Eva Haas

Renaissance Development
Hüseyin Esenergül

Retail Estates
Jan De Nys

Royal Urbis
Rafael Santamaria

Risanamento SpA
Giuseppe Gatto
Stefano Micheli

Rockspring Iberia
James Preston

RREEF
Ismael Clemente

RREEF Alternative Investment
Peter Hobbs
Franco Jakobskrueger

RREEF Fondi Immobiliari SGR SpA
Gianluca Muzzi

Rugby Estates PLC
David Tye

Sacyr Vallehermoso
Miguel Ángel Peña

Santander Global Property
Luis Arredondo

Scenari Immobiliari
Franco Breglia
Mario Breglia

Schiphol Real Estate b.v.
Andre van den Berg

Scottish Widows Investment Partnership
Robert Matthews
Malcolm Naish

SEB Asset Management AG
Barbara Knoflach

Segro PLC
Ian Coull

Sekyra Group, a.s.
Otakar Langer

**Selecta – Sociedade Gestora de Fundos
de Investimento Imobiliário, S.A.**
José António de Mello

Shaftesbury PLC
Brian Bickell

SILIC
Dominique Schliessinger

Société Générale Investment Bank
Erik Sondén

Société Tour d'Eiffel
Robert Waterland

Sofidy
Olivier Loussouarn

Sonae Sierra
Alvaro Portela

Soyak
Feyzi Tecellioglu

Sparkassen Immobilien AG
Holger Schmidtmayr

Starwood Capital Europe Ltd.
Sean P. Arnold

Strategic Real Estate Advisors
Jeremy Gates

Syntrus Achmea Vastgoed
Henk Jagersma

Testa Inmuebles en Renta, S.A.
Daniel Loureda
Fernando Rodríguez-Avial Llardent

Tishman Speyer
Michael Spies

TK Development A/S

Frede Clausen

TLG Immobilien AG

Volkmar von Obstfelder

TMW Pramerica Property Investment GmbH

Thomas Hoeller

TriGranit Development Corporation

Simon Bayley

UBS

RusVender Chaplin

Unibail-Rodamco

Peer van Rossum

Valad Property Group Netherlands

Mark McLaughlin

Value Retail

Scott Malkin

Vesteda

Onno Breur

Victoria Properties A/S

Michael Sehested

WAN S.A.

Mirosław Bojanczyk

Warburg-Henderson**KapitalanlageVendenschaft für Immobilien
mbH**

Henning Klöppelt

Wereldhave N.V.

Daniel van Dongen

Gijs Verweij

Zaphir Asset Management S.L.U.

Fernando Ramírez de Haro

Züblin Immobilien Mantenering AG

Bruno Schefer

Zurich Financial Services

Barbara Stuber

Autores



La misión del Urban Land Institute es fomentar el uso responsable del suelo urbano, y crear y mantener una comunidad que luche por la sostenibilidad a nivel mundial. ULI se compromete a

- Reunir a los máximos representantes de los diferentes ámbitos del mercado inmobiliario y de la política de uso del suelo para intercambiar buenas prácticas y actuar en pro de las necesidades de la sociedad
- Fomentar la colaboración dentro y fuera del ULI por medio del apadrinamiento, el diálogo y la solución de problemas.
- Ahondar en temas relacionados con la urbanización, la conservación, la regeneración, el uso del suelo, la formación de capital y el desarrollo sostenible.
- Proponer iniciativas en materia de uso del suelo y prácticas referentes al diseño que respete las características propias de los entornos naturales y artificiales
- Compartir el conocimiento a través de la formación, la investigación aplicada, las publicaciones y los medios de comunicación electrónicos
- Mantener una red global diversificada de asesoría y práctica local que responda a los retos actuales y futuros.

Creado en 1936, el Instituto cuenta hoy con más de 40.000 miembros de todo el mundo, que representan toda la gama de disciplinas de desarrollo inmobiliario. ULI confía ciegamente en la experiencia de sus miembros y a través de su implicación y de los recursos de información, ha logrado establecer unos estándares de excelencia en la práctica de la promoción inmobiliaria. El Instituto cuenta con reconocimiento internacional como una de las fuentes más citadas y respetadas en cuanto a información objetiva sobre planificación urbanística, crecimiento y desarrollo

Dirección

Richard M. Rosan

President, ULI Worldwide

Cheryl Cummins

President, ULI Americas

William P. Kistler

President, ULI EMEA/India

Rachelle L. Levitt

Executive Vice President, Global Information Group

ULI-the Urban Land Institute
1025 Thomas Jefferson Street, N.W.
Suite 500 West
Washington, D.C. 20007
202-624-7000
www.uli.org

ULI Europe
Londres
44 (0) 207 487 9570
www.uli.org/europe



El grupo inmobiliario de PricewaterhouseCoopers ofrece sus servicios a gestores y asesores de inversión inmobiliaria, a fondos de inversiones inmobiliarios, a inversores inmobiliarios del sector público y privado, a empresas y a fondos de gestión inmobiliaria. Todo para facilitarles el desarrollo de estrategias inmobiliarias, la evaluación de adquisiciones y compras, y la evaluación y tasación inmobiliaria. Al contar con una red de profesionales de todo el mundo expertos en temas inmobiliarios, PricewaterhouseCoopers puede ofrecer a sus clientes los equipos más cualificados y especializados en las áreas de mercados de capitales, análisis e implementación de sistemas, investigación, contabilidad y fiscalidad.

PricewaterhouseCoopers ofrece servicios de auditoría, asesoramiento legal y fiscal para dar confianza e incrementar el valor de sus clientes y stakeholders. Más de 155.000 personas en 153 países aúnan sus conocimientos, experiencia y soluciones para aportar nuevos puntos de vista y un asesoramiento práctico.

"PricewaterhouseCoopers" se refiere a la red de firmas miembros de PricewaterhouseCoopers International Limited; cada una de las cuales es una entidad legal separada e independiente.

Responsables inmobiliario global

Marc Saluzzi

Global Investment Management & Real Estate Leader
PricewaterhouseCoopers (Luxembourg)

Kees Hage

Global Real Estate Leader
PricewaterhouseCoopers (Luxembourg)

Uwe Stoschek

Global & European Real Estate Tax Leader
PricewaterhouseCoopers (Germany)

Responsables Asia Pacífico

Robert Grome

Asia Pacific Investment Management & Real Estate Leader
PricewaterhouseCoopers (Hong Kong)

James Dunning

Asia Pacific Real Estate Assurance Leader
PricewaterhouseCoopers (Australia)

Kwok Kay So

Asia Pacific Real Estate Tax Leader
PricewaterhouseCoopers (Hong Kong)

Responsables europeos

John Forbes

European, Middle East & Africa Real Estate Leader
PricewaterhouseCoopers (U.K.)

Kees Hage

European Investment Management & Real Estate Assurance Leader
PricewaterhouseCoopers (Luxembourg)

Jochen Brücken

European Real Estate Advisory Leader
PricewaterhouseCoopers (Germany)

Glen Lonie

Real Estate Leader Central & Eastern Europe and CIS
PricewaterhouseCoopers (Czech Republic)

Responsables del Reino Unido**John Hardwick**

U.K. Real Estate Tax Leader
PricewaterhouseCoopers (U.K.)

Sandra Dowling

U.K. Real Estate Assurance Leader
PricewaterhouseCoopers (U.K.)

Chris J. Lemar

U.K. Real Estate Advisory Leader
PricewaterhouseCoopers (U.K.)

Responsables de los Estados Unidos**Tim Conlon**

U.S. Real Estate Leader
PricewaterhouseCoopers (U.S.A.)

Mitch Roschelle

U.S. Real Estate Assurance Leader
PricewaterhouseCoopers (U.S.A.)

Paul Ryan

U.S. Real Estate Tax Leader
PricewaterhouseCoopers (U.S.A.)

www.pwc.com

Responsables de España**Javier Lapastora Turpin**

Spain Real Estate Leader
PricewaterhouseCoopers (Spain)

Guillermo Massó López

Spain Real Estate Advisory Leader
PricewaterhouseCoopers (Spain)

Gonzalo Sanjurjo Pose

Spain Real Estate Assurance Leader
PricewaterhouseCoopers (Spain)

Santiago Barrenechea Elorrieta

Spain Real Estate TLS Leader
PricewaterhouseCoopers (Spain)

Tendencias del mercado inmobiliario® Europa 2009

Como proyecto conjunto del Urban Land Institute (ULI) y PricewaterhouseCoopers, Tendencias del mercado inmobiliario® Europa es una publicación que pretende recoger las tendencias y las previsiones del sector y que conoce este año su sexta edición. El informe proporciona una mirada a las tendencias de promoción e inversión inmobiliaria europea, la financiación y los mercados de capitales inmobiliarios, los diferentes mercados de este sector, las áreas metropolitanas y los demás temas relacionados con los bienes raíces. Tendencias del mercado inmobiliario® Europa 2009 representa una mirada consensuada al futuro y refleja el punto de vista de más de 500 personas que cumplimentaron encuestas o fueron entrevistadas como parte del proceso de investigación llevado a cabo para la elaboración del presente informe. Los entrevistados y los encuestados representan a buena parte de los expertos del sector: inversores, promotores, inmobiliarias, entidades de préstamo, brokers y consultores.

Puntos Destacados

- Describe cómo la economía europea e internacional y otras cuestiones afectan al mercado inmobiliario.
- Apunta las tendencias en los mercados de capitales, incluyendo las fuentes y los flujos de capital invertido en renta variable y en deuda.
- Informa sobre lo que se puede esperar y dónde se pueden encontrar las mejores oportunidades de inversión y desarrollo.
- Evalúa las perspectivas y oportunidades inmobiliarias de 27 ciudades europeas.
- Comenta qué áreas metropolitanas ofrecen el mejor y el peor potencial.
- Lleva a cabo un análisis detallado y hace previsiones para el mercado inmobiliario de oficinas, comercio, industria/distribución, uso mixto, hoteles y vivienda.
- Explica cuáles son los sectores inmobiliarios que ofrecen oportunidades y cuáles, en cambio, es preferible evitar.

ULI Catalog Number: E37

ISBN: 978-0-87420-117-8

